

家用电器

报告日期：2025年02月10日

彩电三大周期论：长看技术迭代、中看竞争格局、短看面板波动

——黑电行业系列深度报告（二）估值篇

投资要点

□ 显示技术迭代颠覆彩电行业格局，通常是几十年维度的长周期

1) 彩电行业经历了 RCT 和 LCD 两轮大的技术迭代周期，周期规律是“迭代、普及、衰退”，其中**降本**是驱动新技术普及的最直接因素。2) 目前正在发生的显示技术升级是 Mini LED 和 OLED，目前 Mini LED 在降本普及的道路上领先 OLED 电视。Mini LED 基于原有 LCD 背光显示方案上升级了显示模组，目前 OLED 各个尺寸段的零售均价是 Mini LED 产品 2-3 倍，并且 OLED 需要解决烧屏等技术难题。3) 技术路径往往是企业格局变化的十字路口，企业需要承担大量资本开支和研发成本，如果技术路径错误前期的沉没成本将导致企业“航母难调头”，行业的格局可能也就此改变。

□ 黑电股周期性更强更适合 PB 估值，面板周期和竞争格局共同决定利润率水平

通过对黑电公司利润率和 PB-LF 的估值拟合，PB 估值和黑电企业利润率水平相关度较高。轻资产、弱渠道的商业模式，决定了电视企业的 ROE 更多与净利率相关。面板价格低位或向下，以及稳定的竞争格局是黑电企业兑现利润的条件。

1) 面板供需周期性减弱，预计未来对中长期定价的作用减弱。日韩面板产能退出，京东方、华星光电、惠科等中国大陆面板企业市占率自 2020 年以来从 42% 提升至 2023 年的 64%。高世代面板条线构建成本和资金优势，这使得全球面板资本开支下降，面板行业供需差有望收窄。面板产能供需差收缩最直接的表现就是面板周期缩短，基于这种判断，那么面板周期对彩电股中长期定价影响会降低。

2) 国补带动产品升级，小米价格竞争策略调整，国内价格竞争缓解。国补升级下，行业集中度结构性提升，2024 年 Mini LED 电视 CR3 为 85%、55 寸以上大屏行业集中度更高。小米电视的互联网模式受到互联网行业竞争、面板价格上升、企业战略等因素影响，开始更加注重盈利质量，行业龙头之间的“内卷”减少。

3) 中国黑电企业全球份额提升为估值打开想象空间。海信和 TCL 则实现了市场份额的迅速提升，从 2015 年的分别 7% 左右，提升至 2023 年的分别 14% 左右，与头部韩企的差距进一步缩窄。日韩企业退出面板产能后调整供应链、失去产业链一体化的优势，并且押注 OLED 电视承担大量成本，处于注重“保利润”的防守态势。中国企业通过 Mini LED 产品结构升级抢占海外中高端市场份额，积极通过体育营销打造品牌影响力，在美国中高端渠道突破、新兴国家开辟新市场和新渠道。

□ 黑电股短期变化：估值提振看治理，面板仍是利润核心变量

当公司发生治理改善时，资本市场对于公司无论是基本面还是综合股东回报的信心提振，从而带来估值的提振，但是估值水平的持续性需要由企业自身的经营环境和业绩兑现能力决定。海信视像和 TCL 电子都通过股权激励绑定核心管理层利益。

预期中长期面板价格波动性降低，预计彩电企业的毛利率可预测性提升。面板的周期性会降低，1-2 年的面板周期可能收窄到以季度为单位，但是考虑到行业需求是波动的，并且长期面板仍是供给大于需求，即使面板厂商形成价格联盟，同样也会受需求和库存周期扰动。通过拟合 18Q4~24Q2 海信视像毛利率和上游面板厂的供需关系差数据，剔除掉一些特殊的时间段，公司毛利率和面板厂供需缺口呈正相关，毛利率中枢在 16.82%，上下 2-4 pct 波动。假设面板供需缺口收窄到 10% 以下，那么海信视像的毛利率中枢在 15.57%，上下 1 pct 以内波动。但是考虑到 Mini LED 和大屏化升级，以及彩电企业竞争格局的改善，通过历史数据拟合出的毛利率中枢偏保守。

□ 投资建议

建议把握黑电产业国内竞争格局优化、Mini LED 产品结构提升、海外市场份额提升三大投资主线，期待黑电板块利润和估值共振。**推荐海信视像、TCL 电子。**

□ 风险提示

原材料价格反弹、全球经济下行、地产周期下行、市场竞争加剧

行业评级：看好(维持)

分析师：张云添

执业证书号：S1230524020006

zhangyuntian@stocke.com.cn

研究助理：李羽佳

liyujia@stocke.com.cn

相关报告

1 《国内结构升级，海外开疆拓土，中国黑电企业全球竞争力提升》 2025.02.03

2 《以旧换新支撑内需释放，家电行业景气高增》 2025.01.14

3 《2025 年家电行业风险排雷手册》 2024.12.09

正文目录

1 显示技术迭代颠覆彩电行业格局，通常是几十年维度的长周期	5
1.1 彩电产品经历两轮产品迭代，周期规律是“迭代、普及、衰退”.....	5
1.2 目前显示技术在升级迭代，中韩企业选择不同的技术路径.....	6
1.3 彩电技术升级初期投入成本高，技术路径错误将会导致“航母难调头”.....	10
1.4 股价表现：正确的技术路径使得标的公司跑赢相对，主要体现在业绩上.....	13
2 黑电股估值和利润率相关，竞争格局和面板周期影响利润率	14
2.1 黑电股更适合 PB 估值，面板周期和竞争格局共同决定利润率水平.....	14
2.2 面板供需周期性减弱，预计未来对中长期定价的作用减弱.....	15
2.3 国内价格竞争缓解，国牌出海空间广阔.....	17
2.3.1 国补带动产品升级，小米价格竞争策略调整，国内价格竞争缓解.....	17
2.3.2 产品、渠道、营销三位一体，中国企业承接日韩份额.....	22
3 黑电股短期变化：估值提振看治理，面板仍是利润核心变量	27
3.1 治理改善提振估值，海信视像和 TCL 电子完成治理改革.....	27
3.1.1 治理改善能够带来短期估值提振，估值水平是否持续要看业绩兑现.....	27
3.1.2 TCL 电子的治理改善：李东生“两翼齐飞”资产布局，股权激励绑定核心管理层.....	27
3.1.3 海信视像的治理改善：集团混改绑定核心管理层，股权激励彰显经营信心.....	29
3.2 面板仍然是短期毛利率的核心变量，彩电企业毛利率波动预计收窄.....	30
4 投资建议	33
5 风险提示	33

图表目录

图 1: 日本 CRT 和美国 RCA 单台产值对比 (美元/台)	5
图 2: 1966 年后日本电视单台产值低于美国, 产量大幅上升	5
图 3: 全球 2004~2015 年分地区等离子+液晶电视普及率	6
图 4: 中国 CRT、PDP、LCD 电视产量占比变化	6
图 5: Mini LED 和 OLED 各尺寸段零售均价对比 (元/台)	6
图 6: 除柔性和轻薄程度外, MiniLED 接近或领先 OLED	6
图 7: Mini LED 背光显示技术原理	7
图 8: 2024 年国内 Mini LED 销量占比达到 18% (单位: 万台)	7
图 9: Mini LED 与 LCD 均价价差 vs Mini LED 销量占比, 相关度极高	8
图 10: OLED 电视显示原理	9
图 11: OLED 电视各尺寸段零售均价高于 Mini LED 约 2 倍以上	9
图 12: 65 寸彩电价值链拆分	11
图 13: 黑电产业链各环节资本开支对比 (亿元)	11
图 14: 中国大陆企业彩电面板出货面积份额不断提升	11
图 15: 2008~2014 年四川长虹资本开支大幅增加	12
图 16: 2008~2014 年四川长虹的资本开支回报低于预期	12
图 17: 2005~2023 年四川长虹资产负债率 (%)	12
图 18: 2014 年以后, 四川长虹和海信视像黑电收入拉开差距	12
图 19: 彩电企业和面板销售净利率对比 (单位: %)	13
图 20: 黑电产业链各环节固定资产周转率 (单位: %)	13
图 21: 四川长虹和海信视像股价相对收益率 (以 2007 年 12 月为结算起点)	13
图 22: 海信视像 PB 与其净利率高度相关	14
图 23: TCL 电子 PB 与其净利率高度相关	14
图 24: 面板价格波动周期及供需关系复盘	15
图 25: 中国大陆企业彩电面板出货面积份额不断提升	16
图 26: 2020 年以来中国大陆和中国台湾面板企业资本开支降低	16
图 27: 55 寸面板价格环比增速波动, 2020 年以来环比上下波动的幅度和周期有所收窄	17
图 28: 国补之下, MiniLED 电视线上销量渗透率在 40% 以上	17
图 29: MiniLED 渗透率高增驱动产品结构改善, 行业均价提升	17
图 30: Mini LED 和普通 LCD 电视 CR3 的月度变化	18
图 31: 2024 年 Mini LED 分品牌零售量份额	18
图 32: TCL 和海信快速应对小米 S mini 新品	18
图 33: 国补拉动 75 寸+大尺寸销售迅速提升	19
图 34: 2024 年前三季度线上各品牌分尺寸段零售量份额	19
图 35: 小米彩电线上零售量份额在 2019 年大幅下降	20
图 36: 55 寸面板价格变动	20
图 37: 23-24 年小米品牌和行业线上彩电 ASP 走势 (元/台)	20
图 38: 2023A~24 年 1-5 月小米彩电线上分尺寸段零售量份额	20
图 39: 小米 ARPU 持续下滑	21
图 40: 小米电视软件业务的独特性较低	21
图 41: 2020 年后小米研发费用大幅增加 (百万元)	22
图 42: 2020 年后小米投资性活动现金流出增加 (百万元)	22

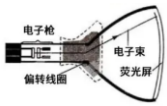
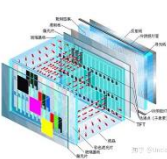
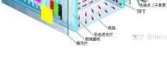
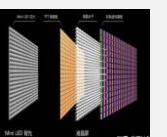
图 43:	小米销售费用在 21 年后降低 (百万元)	22
图 44:	小米 IoT 业务毛利率逐季度提升	22
图 45:	2016 年~2024Q3 全球彩电出货量份额: 日韩出让份额, 国牌崛起	23
图 46:	三星显示业务中 (含 OLED 和 LCD) LCD 业务收缩	23
图 47:	三星面板业务利润持续下滑	23
图 48:	四品牌黑电在美国亚马逊平台不同价格带 SKU 数量	24
图 49:	北美四品牌 75 寸黑电参数比较	24
图 50:	2019~2024 年国内市场各尺寸段电视销量占比	24
图 51:	美国液晶电视平均尺寸为 54 寸	24
图 52:	TCL 产品在 Best Buy 门店里的“堆码”	25
图 53:	家喻户晓的 NFL 解说员 Charissa Thompson 代言 TCL	25
图 54:	世界杯赛场上的海信品牌标语	26
图 55:	2006 年以来历届世界杯、欧洲杯官方合作伙伴	26
图 56:	白电、黑电公司 PE-TTM 变化	27
图 57:	TCL 分为科技集团和实业控股, 其中 TCL 电子为实业控股的子公司	28
图 58:	公司股权激励分三期归属比例	29
图 59:	公司股权激励归母净利润考核目标	29
图 60:	海信视像混改前股权结构	29
图 61:	海信视像混改后股权结构	29
图 62:	股权激励绑定核心管理层利益	30
图 63:	2024 年股权激励业绩考核目标	30
图 64:	面板占彩电约总成本的 60%	30
图 65:	彩电企业无法完全向终端传导面板价格的影响 (%)	30
图 66:	18-21 年是产能扩张高峰期, 将在 2025-2028 年完成折旧	31
图 67:	供需缺口与稼动率呈反相关	31
图 68:	55 寸面板价格与稼动率均值回归	31
图 69:	18Q4~24Q2 期间海信视像毛利率和面板厂供需缺口拟合	32
图 70:	18Q2~27Q2(E)面板供需缺口	32
表 1:	彩电显示技术技术原理及优缺点	5
表 2:	Mini LED 背光模组成本与传统直下式背光模组成本对比	8
表 3:	TCL、海信、三星、LG 在 2025 年 CES 展分别推出新品, 国牌聚焦大屏 MiniLED, 韩牌押注 OLED	10
表 4:	韩国企业在 OLED 电视面板的投资布局	10
表 5:	海信视像盈利和面板周期的相关性 (百万元; 美元/片)	15
表 6:	2016 年以来, 日韩面板产能在不断退出	16
表 7:	中国大陆企业不断增加 10.5 代线面板产能	16
表 8:	TCL 在北美积极拓展中高端渠道	25
表 9:	TCL 在东南亚抢占日韩品牌份额 (%)	26
表 10:	公司股权激励绑定核心管理层利益	28

1 显示技术迭代颠覆彩电行业格局，通常是几十年维度的长周期

1.1 彩电产品经历两轮产品迭代，周期规律是“迭代、普及、衰退”

彩电行业经历了两轮大的技术迭代周期，降本是驱动新技术普及的最直接因素。显示技术迭代带来产品显示效果和形态的变化。通过对 RCT 电视普及到衰落和 LCD 电视普及的复盘，可以看出新显示路径的普及，背后的驱动因素更多是显示效果的升级和成本降低。而技术迭代是一个长周期，我们可以看到 RCT 电视从兴起到衰落持续了 40 年的时间，LCD 电视从普及至今也不过 30 年。

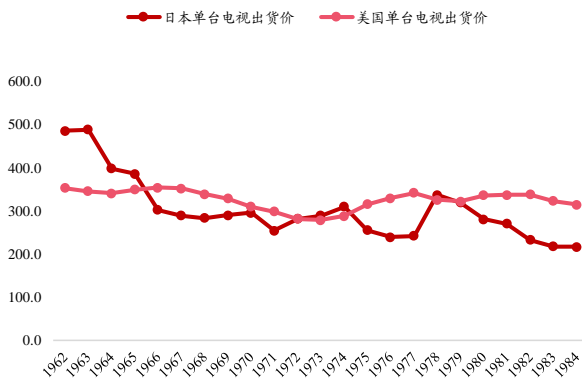
表1： 彩电显示技术技术原理及优缺点

技术路径	图例	技术原理	优点	缺点
CRT		电子枪射出阴极射线束，电子束射到真空管前屏幕表面的内侧时，屏幕内侧的发光涂料受到电子束的击打而发光产生图像。	最早的显示技术	体型大、尺寸受限、耗能高、工艺复杂
LCD (CCFL)		高电压将汞蒸气电离得到紫外线，激发荧光材料才能实现发光，再由一层液晶结构调控光源出光量，再经其它结构才能转换为图像。	具有色彩还原性好、寿命长、成本较低，能够实现动态分区	能耗较高、屏幕较厚、容易产生汞污染
LCD (LED)		成像原理与 LCD 相似，但背光光源是 LED 灯。	液晶显示的主流方案，尺寸小、防震耐压、可靠性高、反应速度快、应用灵活	侧入式背光无法实现动态分区致使其对比度相对较低
LCD(Mini LED)		尺寸在 50~200μm 的 LED 芯片，是传统 LED (>>300μm) 的五分之一左右。更小的 Mini LED，可以被更多地集成在同样面积的屏幕上，结合 Local Dimming 动态调光技术，实现精细的分区背光。	相比 LCD 显示屏更高的亮度、对比度、色彩还原度。	成本相比其他 LCD 背光方案更高

资料来源：行家说，浙商证券研究所

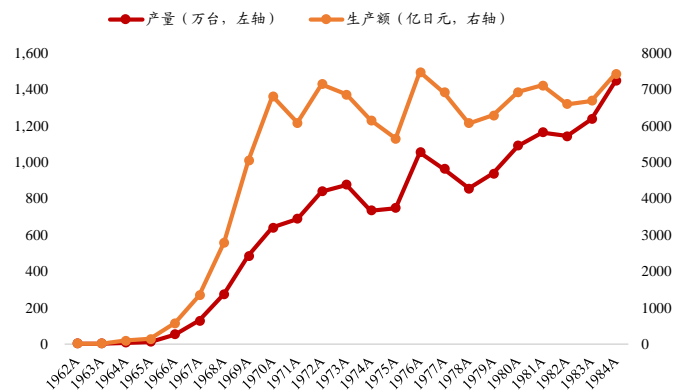
1960~2000 年 RCT 电视主导全球市场，全球彩电市场进入快速普及期：1954 年美国 RCA 公司生产出的第一台彩电诞生，在 20 世纪 60 年代彩电开始在全球大范围普及。美国 RCA 公司将专利转让给日本后，日本 1960 年推行“国民收入倍增计划”，日本高度重视国内消费电子和电器产业发展。1967 年日本索尼公司推出“栅条彩色显像管”，在为 CRT 电视大幅降本的同时解决了图像扭曲和光发散的问题，1967 年以后日本 RCT 电视单体产值相比美国 RCA 公司显著拉开差距，也能从侧面反映出日本 RCT 电视降本的成果。

图1： 日本 CRT 和美国 RCA 单台产值对比（美元/台）



资料来源：长内厚《现有技术与新技术的困境 - 索尼电视开发案例》，浙商证券研究所

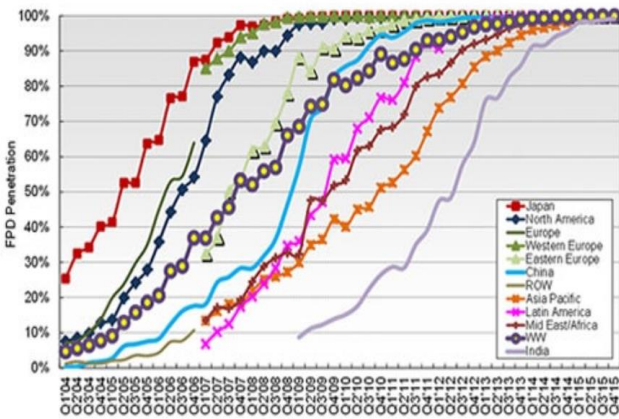
图2： 1966 年后日本电视单台产值低于美国，产量大幅上升



资料来源：长内厚《通过比较分析日美彩色电视产业来探讨竞争与技术转换》，浙商证券研究所

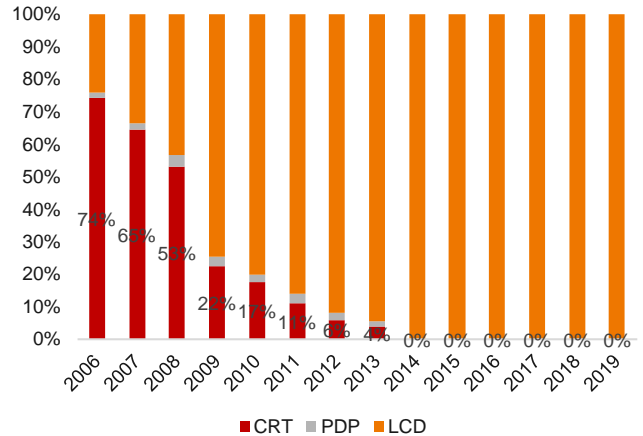
2000 年以后 LCD 电视取代 RCT 电视成为主流电视方案，全球彩电进入平板时代：
 1990 年开始韩系从组装开始学习日本技术，三星贴牌日本“三洋”销售产品。1995 年后，三星技术突破、索尼仍然坚持 RCT 技术使得三星在显示领域的后发优势开始显现，1995~2005 年三星突破了显像管、中大尺寸 LCD 电视。三星全球化研发生产、产品迭代快于日企，2005 年 LCD 电视成本大幅下降（起因是三星、LG5-6 代线投产、面板价格竞争激烈）。2010 年后日系 CRT 淘汰、LCD 全面主导。平板电视（液晶+等离子）在 2004 年在日本、北美迎来爆发式增长，中国则是在 2008 年（有家电下乡的影响）开始 LCD 电视大范围普及，CRT 电视在中国市场 2014 年被彻底淘汰。

图3： 全球 2004~2015 年分地区等离子+液晶电视普及率



资料来源：《世界电视出货量调查报告》，Display Search，浙商证券研究所

图4： 中国 CRT、PDP、LCD 电视产量占比变化

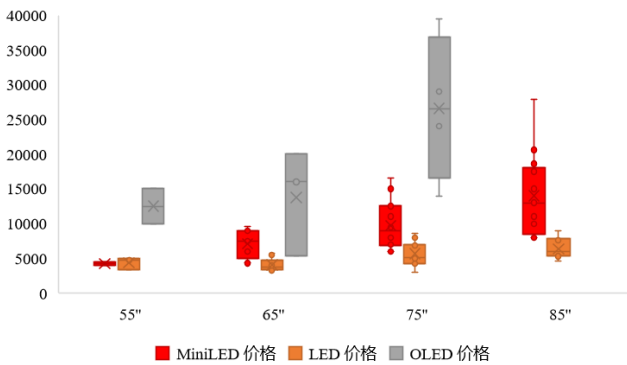


资料来源：产业在线，浙商证券研究所

1.2 目前显示技术在升级迭代，中韩企业选择不同的技术路径

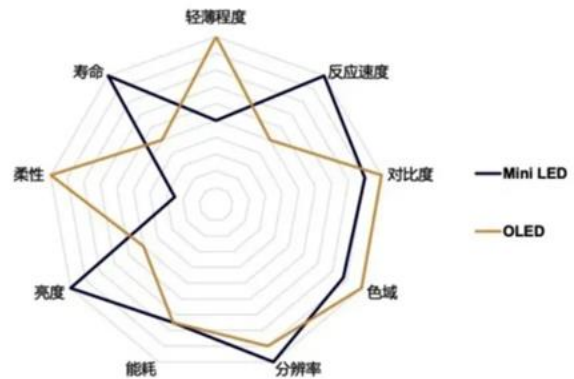
目前正在发生的显示技术升级是 Mini LED 和 OLED，目前 Mini LED 在降本普及的道路上领先 OLED 电视。Mini LED 和 OLED 都是彩电升级的显示方案，Mini LED 显示技术更加成熟，OLED 电视目前仍要解决烧屏等问题。2023 年 Mini LED 销量占比超过 OLED，背后的核心驱动力是 Mini LED 电子模组降本带来的终端零售价格降低，目前 OLED 产品仍然是 Mini LED 的 2-3 倍。

图5： Mini LED 和 OLED 各尺寸段零售均价对比（元/台）



资料来源：京东，浙商证券研究所

图6： 除灵活性和轻薄程度外，MiniLED 接近或领先 OLED



资料来源：行家说，浙商证券研究所

Mini LED 电视是升级的 LCD 显示方案，2024 年渗透率大幅提升。1) Mini LED 电视将大量 50~200 μm 的 LED 芯片集成在一起，形成背光源，在同等面积上可以排布更多 LED 芯片，划分更多分区。从技术原理上看，Mini LED 和普通背光电视的原理都是电子模组+成像面板，Mini LED 主要是针对电子模组和显示分区的升级。2) 从显示效果上看，Mini LED 电视相比传统电视对比度更高、控光更加精准、成像亮度和清晰度更高。3) 2024 年全年 Mini LED 中国销量 556 万台，占整体中国彩电市场的 18.0%，销量份额同比提升 15 pct。

图7: Mini LED 背光显示技术原理

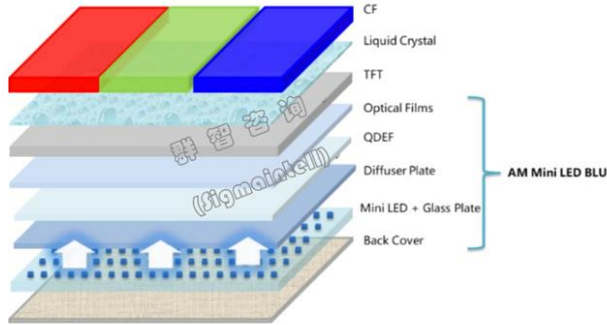
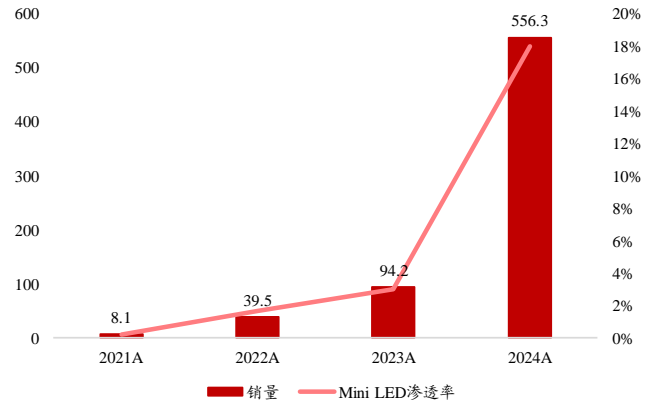


图8: 2024 年国内 Mini LED 销量占比达到 18% (单位: 万台)



资料来源: 群智咨询, 浙商证券研究所

资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

Mini LED 降本主要通过国产化、新材料应用、生产标准化等方式实现。与 LCD 产品价差收窄是 Mini LED 渗透率提升的条件, 电子模组降本和国补是实现价差收窄的必要条件。根据奥维云网数据, 23M12~24M12 期间, Mini LED 与 LCD 电视价差从 5021 元收窄到 2549 元。

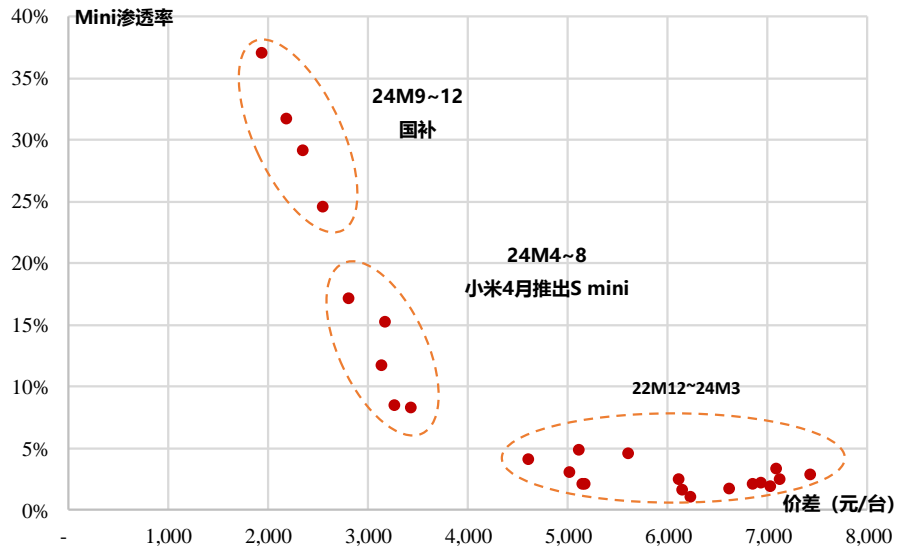
- 芯片: 分区数的增加会提升 Mini LED 芯片需求量, 芯片降本则主要通过增加 DBR 结构和采用高压芯片方案实现。
- PCB 板: PCB 板实现从整板状到鱼骨型, 再到灯条形的优化, PCB 板面积减少, 单板利用率提升, 完成良率提升。
- 驱动 IC: 随着显芯科技/华源智信灯国产厂商突破 AM 驱动芯片, 业内从 PM 驱动转向国产 AM 驱动, 灯驱合一设计, 带来显著降本空间。

表2: Mini LED 背光模组成本与传统直下式背光模组成本对比

核心元器件	降本方法	说明
LED 芯片	芯片增加 DBR 结构	增大 POB 出光角, 减少 LED 灯珠, 单灯功率提升
	芯片尺寸缩小	芯片价格与尺寸正相关
	高压芯片	驱动电流更小, 发光效率高; PCB 板布线更加方便
封装胶	点 Lens 胶、凹 Lens 技术	增加 LED 出光角度
PCB	基板国产化	国产取代进口
	增加通道数	降低单通道价格, 减少 PCB Layout 复杂度
	材料选择	选用便宜材料, 譬如 TV 用铝基 PCB
	异型 PCB	鱼骨型、灯条形板面积减少, 单板利用率提升, 良率提升
	多条 LB	避免使用整面 PCB
制造	良率提升	减少返修成本与 BOM 外废品成本
	D/B 升级	巨量转移方式
	设备折旧	降低投资/减少折旧成本
	产线自动化	降低人力需求, 减少间接成本
	晶片机算法优化	采用复杂算法, 提升生产速度和精度
透镜	二次光学设计	提升出光角, 降低 BLU 成本
基板材料	采用玻璃基板	玻璃基板平坦度、稳定性优于 PCB, 成本低于 PCB
其他材料	其他材料	供应商降价和供应链管理

资料来源: 行家说, 浙商证券研究所

图9: Mini LED 与 LCD 均价价差 vs Mini LED 销量占比, 相关度极高



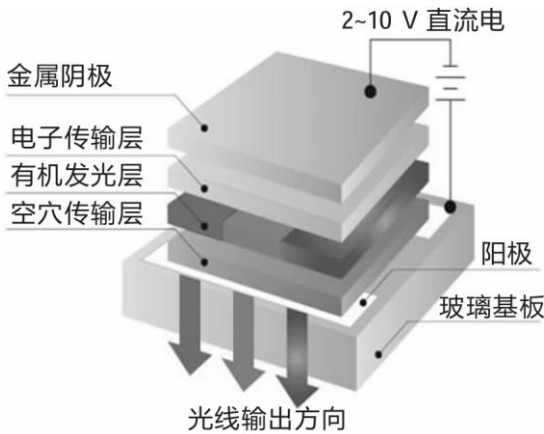
资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

韩企加大 OLED 和 Micro LED 投入, OLED 仍然需要解决显示技术和降本问题。1) 中国面板企业通过大量资本开支升级面板 8.5 以上代线后, 中国面板企业相比日韩企业形成后发的成本优势 (后文详细解读), 日韩企业被迫清退 LCD 面板产线。以三星、LG 为代表

的韩国企业想要通过 OLED 和 Micro LED 等新技术路径实现对中国企业的“弯道超车”。2) OLED 电视由一层有机化合物图层和上下电极构成,通电后有机物被电流激发出彩色光并形成图像,和 LCD 背光电视不同的点是 OLED 是面板自发光,理论上可以做到超薄。目前市面上有不少在售的 OLED 产品,但其零售均价是 Mini LED 产品 2-3 倍,在显示参数和效果相比 Mini LED 没有显著优势。

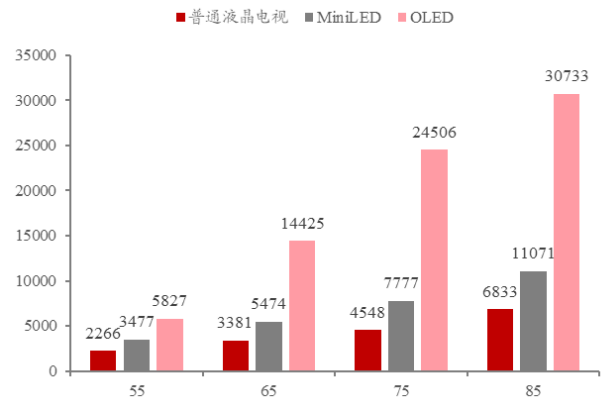
至少从当下来看,Mini LED 仍然是相比 OLED 更加主流的彩电升级显示方案,随着电子模组的进一步降本和国补的带动,Mini LED 的渗透率会持续提升,目前来看 OLED 现在还不具备替代 Mini LED 的能力,但也需要观察 OLED 降本技术突破。

图10: OLED 电视显示原理



资料来源:《浅谈 OLED 显示技术及其应用》,浙商证券研究所

图11: OLED 电视各尺寸段零售均价高于 Mini LED 约 2 倍以上



资料来源:奥维云网,浙商证券研究所

从 CES 展可以看出, TCL、海信仍然深化和坚持 LCD 技术路径,三星和 LG 更多是推出技术更加前瞻、但成本更高的 Micro LED 和 OLED 产品。

从 2025 年 CES 展会上中国品牌展出的产品可以看出,国产厂商将高端化战略重点放到了 Mini LED 上。海信推出了全球最大的 116 寸 RGB 三色 MiniLED 电视、TCL 推出 QM6K、QM7K、X11K 等一系列的 QD-Mini LED 产品。QD-Mini LED 涉及 Mini LED 和量子点两种技术的应用,生产工艺复杂,产品价格也较高,相较普通 LCD 电视以及 QLED 电视更为高端。凭借 MiniLED 的优势,中国黑电品牌商在高端市场份额不断提升。根据海信视像公众号,2024 年海信系电视在 100 英寸及以上大屏电视市场出货量在全球市场份额为 47%,蝉联全球第一。

总结来说,由于中国通过 10.5 代线建立起来的面板供应成本优势超于韩国的 8.5 代线,三星、LG 被迫退出面板产能,随后在供应链压力下主动选择退出部分电视整机中低端市场,将资本开支和研发重心投入到新技术上以追求在和中国品牌竞争中取得优势地位。因此可以预见未来韩系品牌有动力加速下一代 OLED、Micro 电视的开发,或将持续退出中低端 LCD 产品竞争。CES 展会的品牌推新也可以印证这一点,三星 S95F、S90F 和 S85F 三个新系列的 OLED 产品,以及 4k Q90F 的 Micro 新品。LG 宣布今年会推出尺寸从 42 英寸到 95 英寸的 OLED 电视,包括 M5、G5、C5 和 B5 系列等。

表3: TCL、海信、三星、LG 在 2025 年 CES 展分别推出新品, 国牌聚焦大屏 MiniLED, 韩牌押注 OLED

品牌	新品及参数特点
海信	116UX, 全球首款搭载 RGB 三维控色液晶显示技术的 116 英寸 RGB-Mini LED 电视。
	136MX, 海信旗下首款消费级 136 英寸 Micro LED 电视, 峰值亮度高达 10000 尼特, 帧率达到 120Hz, 拥有超高动态对比度。
	QM6K 系列, 50 - 98 英寸, 拥有 500+调光区, 配备无眩光涂层, 刷新率为 144Hz 的 Mini LED 电视。
TCL	QM7K, 最大尺寸为 115 寸的 Mini LED 电视。
	X11K, QD-Mini LED 电视, 既具备 Mini LED 高对比度、高亮度的特点, 同时搭载 QLED 量子点技术, 相比普通 Mini LED 电视的色彩更加丰富。
三星	S95F、S90F 和 S85F 系列, 最大尺寸均为 83 英寸, S95F 系列电视使用最新的 QD-OLED 面板, 峰值亮度超过 4000 尼特, 165Hz 刷新率, 其 83 英寸版本则采用 WOLED 面板。S90F 和 S85F 系列均采用 WOLED 面板。
	QN900F 和 QN990F, 两款 8K 的 Neo QLED 电视, QN990F 的最大尺寸为 98 英寸, 采用超薄设计以及三星无眩光技术。
	Q90F, 最大为 115 英寸, 4K 分辨率的 Micro LED 电视。
	The Frame 系列, 采用 QLED 面板, The Frame Pro 搭载 Mini LED 背光 QLED 面板, 该系列电视均配备 4K 分辨率面板。
	M5, 配备 144Hz OLED 面板和多种尺寸选择的智能电视, 创新点是无线串流盒设计。
LG	G5, 支持 165Hz, 峰值亮度改进, 全屏亮度比 G4 高 40%, 采用升级版 OLED 面板。
	C5, 亮度和色彩表现将比 C4 略有提升, 采用 OLED 面板。
	B5, 48 - 83 寸, 配备 120Hz 的 OLED 面板。

资料来源: 海信视像, NDIA, Semi Display, PCXdream, 浙商证券研究所

表4: 韩国企业在 OLED 电视面板的投资布局

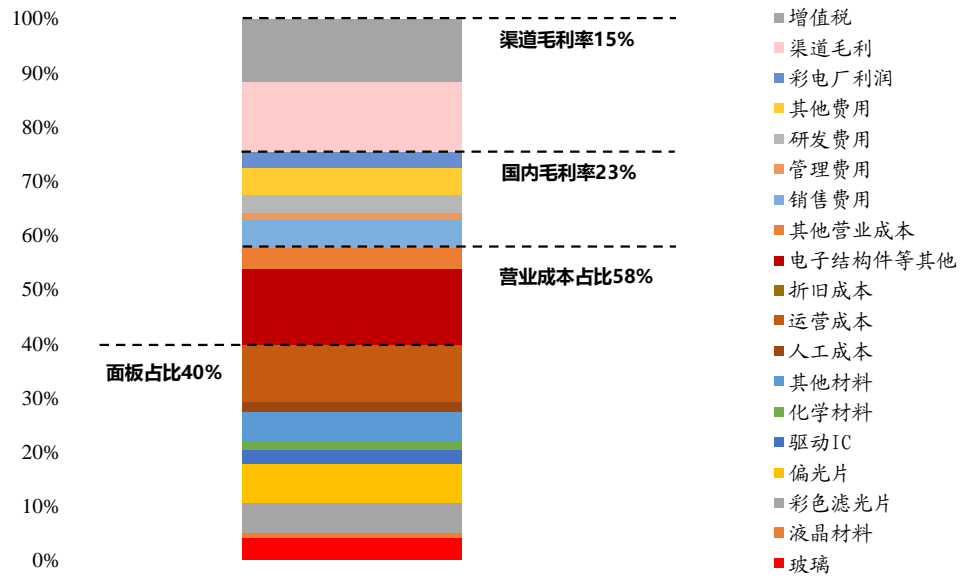
时间	投资事件
2013	LG 宣布投资约 7063 亿韩元在坡州 P9 工厂建设全球第一条第 8 代 WRGB OLED 电视面板生产线。
2015	LG 计划未来三年内投资 10 万亿韩元用于 OLED 技术, 包括大尺寸 OLED 和柔性 OLED。
2016	为追赶 LG, 三星 Display (三星旗下面板公司) 在 OLED 工厂和设备上增加投资 74.7 亿美元。
2017	LG 宣布总投资约 460 亿元的广州第 8.5 代 WRGB OLED 面板工厂开始动工建设。
2018	三星投资 13.1 万亿韩元在牙山工厂建造 8.5 代 QD-OLED 生产线。
2021	三星售卖第 7.5 代 LCD 产线在拆除后, 计划重新投资 3 万亿韩元打造第 6 代 OLED 面板产线。
2022	LG 通过债务担保, 将越南海防工厂 OLED 模组线扩建的投资从 1.6 万亿韩元增至 1.87 万亿韩元。
2023	三星在韩国牙山园区举行的新投资协议仪式上宣布, 将投资 4.1 万亿韩元建设 8.6 代 OLED 面板生产线。
2024	作为下游配套项目, 三星宣布将在越南投资 18 亿美元建 OLED 模组厂。

资料来源: 维科网, 中国电子报, 全球创客会, 中国电子报, Witviews 等, 浙商证券研究所

1.3 彩电技术升级初期投入成本高, 技术路径错误将会导致“航母难调头”

彩电显示的核心技术要素是面板, 面板是一个高资本开支、低 ROE 的行业。通过对彩电行业价值链的拆分, 面板在价值链的比重超过 30%, 是彩电产业链中最重要的环节。通过对面板企业进行杜邦分析, 可以发现面板企业重资本开支、低利润率和低 ROA。民营资本通常不愿意参与高投入、低回报的行业, 京东方、华星光电等大多有国资注入, 但是面板厂在产业链上游有绝对话语权, 面板供需带来的价格波动会影响整个下游的成本和竞争格局。

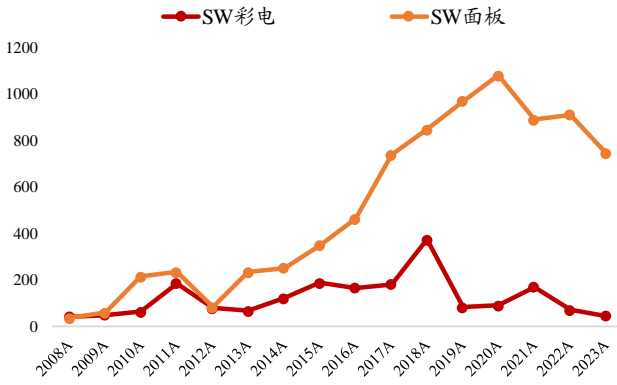
图12: 65寸彩电价值链拆分



资料来源: 海信视像公告, Wind, Omdia, 浙商证券研究所测算

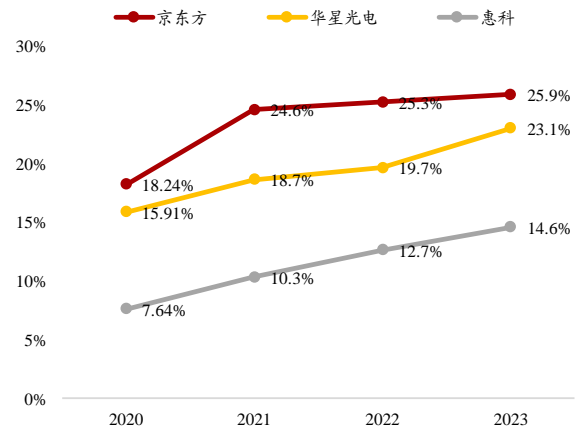
高世代面板条线构建成本和资金优势, 资金密集构筑新技术路径的壁垒。中国大陆面板企业布局切割效率更高的 10.5 代线, 切割效率高意味着更强的成本优势; 高世代条线和前期大量资本开支抬升了面板的资金壁垒。中国大陆面板厂也已经构筑了高世代面板厂的成本和资金规模优势, 中国面板企业集中度在不断提升, 2020~2023 年 CR3 从 42%提升至 64%。

图13: 黑电产业链各环节资本开支对比 (亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图14: 中国大陆企业彩电面板出货面积份额不断提升

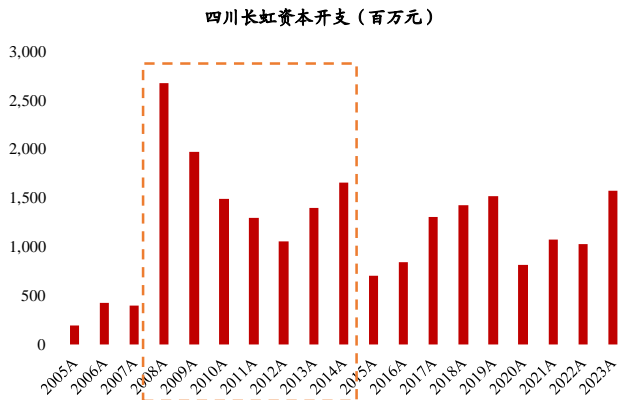


资料来源: Omdia, 浙商证券研究所

但同样的, 如果企业技术路径选择发生了错误, 那么前期的资本开支投入将成为企业经营的重担。以四川长虹为例, 四川长虹在 2006 年 7 月成立虹欧显示器件责任有限公司, 该显示器件公司主营业务为等离子电视面板和电子元器件, 2008~2014 年期间四川长虹资本开支高达 115.36 亿元, 而这期间归母净利润总和仅有 17.4 亿元。2008~2013 年期间, 由于日本企业的技术封闭和液晶电视放量, 国内等离子电视产量占比始终没有起色, 等离子电视的收益无力支撑四川长虹大量的资本开支, 2014 年四川长虹公告转让虹欧显示器件责任有限公司。但是在 2014 年以后, 四川长虹也难以快速建立和全球液晶面板厂的合作, 前期的资

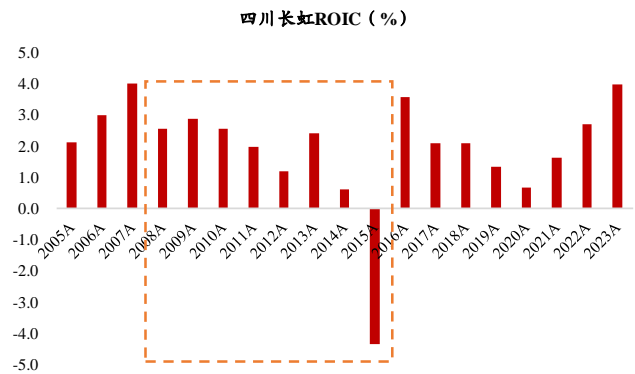
本开支带来的高负债率也拖累四川长虹技术切换,并且国内液晶电视的品牌心智已让海信和TCL占据,四川长虹黑电业务收入在2014年以后和海信视像拉开差距。

图15: 2008~2014年四川长虹资本开支大幅增加



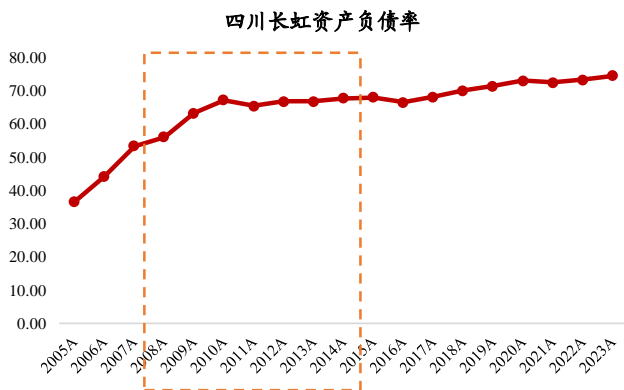
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图16: 2008~2014年四川长虹的资本开支回报低于预期



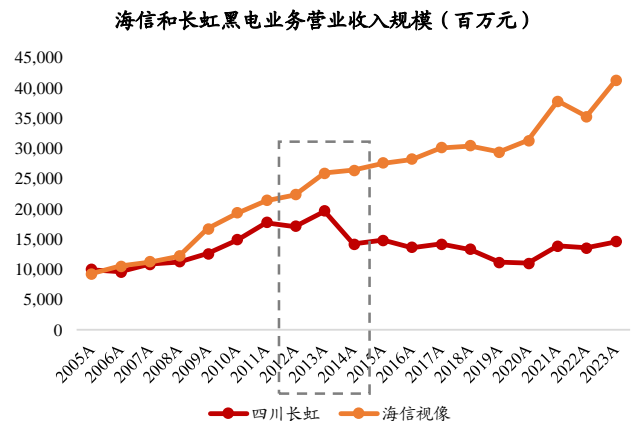
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图17: 2005~2023年四川长虹资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

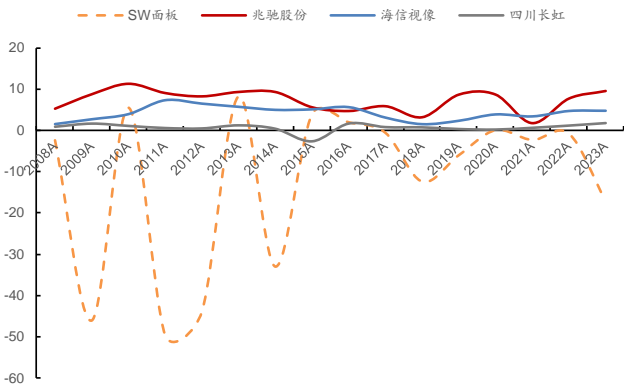
图18: 2014年以后,四川长虹和海信视像黑电收入拉开差距



资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 四川长虹选取报表口径电视业务, 海信视像选取报表口径终端显示业务

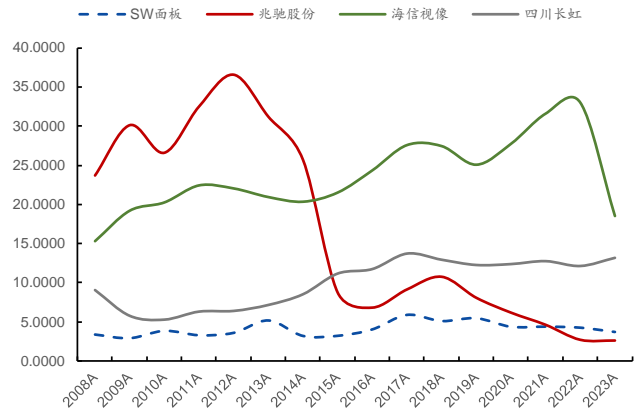
市场困惑的点在于, TCL和海信这样的彩电龙头品牌并没有自配套面板厂(TCL电子和华星光电分别在不同的实体),黑电品牌方的产业链一体化程度不及白电龙头美的、格力,为什么黑电企业不做面板“自配套”。通过杜邦分析可以看到,没有配套面板厂的海信视像和TCL电子反而是利润率和资产周转最好的产业链环节。从上文可以看出,面板厂主导显示技术迭代,也就是更大资本开支的压力,看似“轻资产模式”的彩电品牌方则是在一定程度上规避了技术迭代和高资本开支的风险(如果真的发生颠覆性的技术迭代,品牌方可以调整供应链体系,而不至于前期大量的资本开支拖累转型)。

图19: 彩电企业和面板销售净利率对比 (单位: %)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图20: 黑电产业链各环节固定资产周转率 (单位: %)

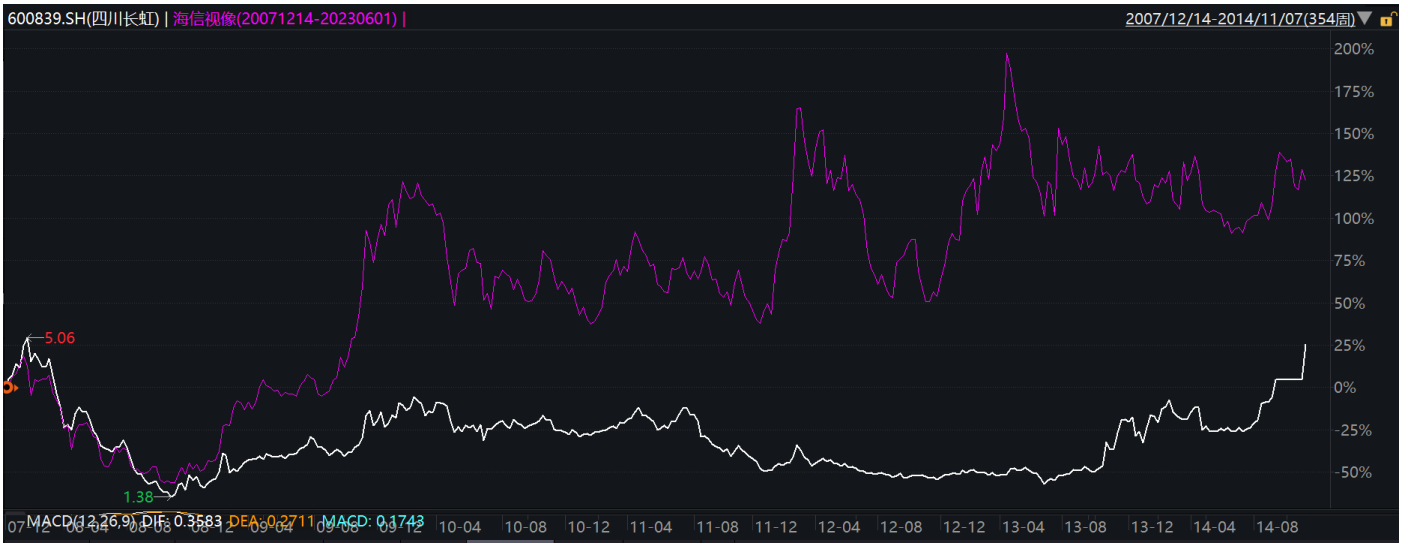


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.4 股价表现: 正确的技术路径使得标的公司跑赢相对, 主要体现在业绩上

技术路径对股价的影响主要体现在超额利润增长上, 对估值难以做判断。从定价体系上看, 海信视像 2007M12~2014M8 股价收益率为 125%, 而四川长虹仅为 25%, 海信视像的归母净利润 2008~2014 年从 2.3 亿元提升至 14 亿元, 而四川长虹归母净利润则始终在 0~5 亿元之间, 海信视像相比四川长虹的相对收益更多来自于超额的归母净利润增速。PE 值方面, 由于 2008~2012 年期间正在经历家电下乡, 且四川长虹多元化业务开展, 这些因素都对估值变化的判断产生扰动, 因此本报告不对技术路径如何影响 PE 值做判断。

图21: 四川长虹和海信视像股价相对收益率 (以 2007 年 12 月为结算起点)



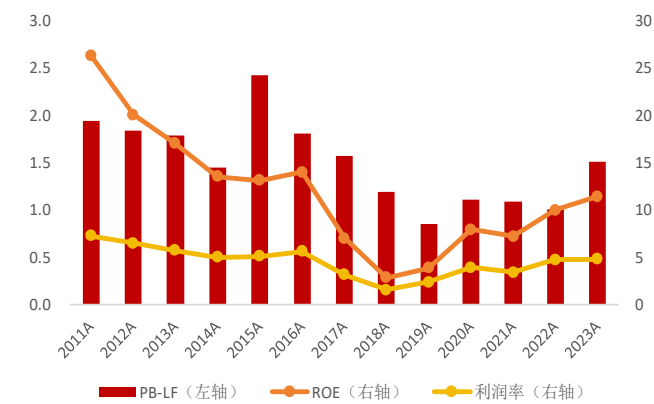
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2 黑电股估值和利润率相关，竞争格局和面板周期影响利润率

2.1 黑电股更适合 PB 估值，面板周期和竞争格局共同决定利润率水平

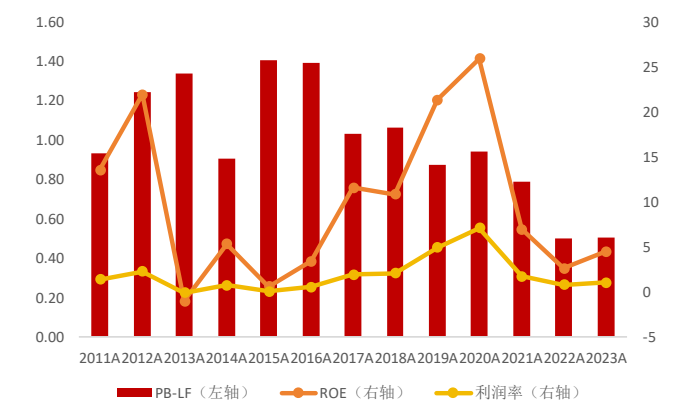
黑电板块盈利周期性强，因此更适合使用 PB 估值，黑电股估值水平和利润率高度相关。通过对黑电公司利润率和 PB-LF 的估值拟合，我们发现 PB 估值和黑电企业利润率水平相关度较高。轻资产、弱渠道的生意模式，决定了电视企业的 ROE 更多与净利率相关；2018 年后，净利率提升带动 ROE 提升，海信视像的 PB 开始修复。净利率作为核心定价因子的另一层假设是，行业规模没有增长、只能通过份额提升带动，份额的良性增长也取决于利润率水平。TCL 电子的业务更加多元、多年以来的资本运作也较多，并且也是港股上市，宏观和微观的股价影响因素众多，但是在 2019 年以后 TCL 电子 PB 估值和利润率波动趋向一致。

图22: 海信视像 PB 与其净利率高度相关



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图23: TCL 电子 PB 与其净利率高度相关



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

通过对海信视像历史财务数据复盘，可以看出面板价格低位或向下，以及稳定的竞争格局是黑电企业兑现利润的条件，两个条件缺一不可。1) 2013 年以前是海信视像收入和利润高增的红利期：面板厂资本开支大幅增加，上游面板扩产、家电三大政策刺激、LCD 液晶电视放量使得海信利润大幅增长。2) 2021~2024 年行业的面板价格整体下移，虽然 2023~2024 年有面板价格向上的波动，但是面板价格整体趋势依然向下，小米也在重新调整产品策略，海信视像全球市场份额提升，海信整体扣非利润率中枢向上。

从历史数据上看，两个条件似乎很难长期共存，这也解释了为什么资本市场不太愿意投资黑电板块：面板价格上升→盈利向下；面板价格下降→ASP 和终端需求都弱、但盈利向上→新进入者进入彩电市场，行业价格竞争加剧。本质原因还是黑电没有形成像白电一样深厚的渠道和产业链壁垒，故规模效应不足；掌握核心显示技术的面板环节在产业链上游，龙头和新进入者也并没有拉开很大的技术差距。

表5: 海信视像盈利和面板周期的相关性 (百万元; 美元/片)

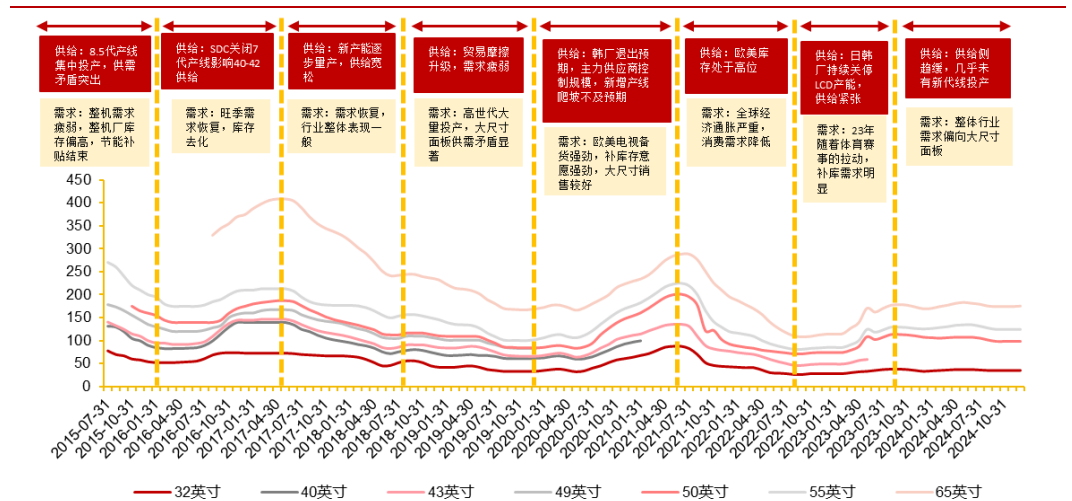
	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
营业总收入	21,264	23,524	25,252	28,480	29,007	30,190	31,832	32,870	35,128	34,105	39,315	46,801	45,738	53,616
同比(%)	15.5	10.6	7.4	12.8	1.9	4.1	5.4	3.3	6.9	-2.9	15.3	19.0	-2.3	17.2
内销	15,682	17,512	17,879	20,672	19,464	20,157	18,915	18,229	17,311	16,757	15,700	19,690	20,003	23,643
同比(%)	9.6	11.7	2.1	15.6	-5.8	3.6	-6.2	-3.6	-5.0	-3.2	-6.3	25.4	1.6	18.2
外销	4,091	4,242	5,334	5,798	7,281	7,882	9,708	12,384	14,698	14,240	19,667	23,428	20,546	24,747
同比(%)	47.1	3.7	25.7	8.7	25.6	8.3	23.2	27.6	18.7	-3.1	38.1	19.1	-12.3	20.4
扣非归母净利润	776	1,625	1,524	1,484	1,320	1,338	1,678	731	60	108	448	796	1,430	1,733
同比(%)	101.3	109.4	-6.2	-2.6	-11.1	1.4	25.4	-56.4	-91.8	80.9	314.2	77.6	79.7	21.2
面板厂资本开支	8,576	17,086	4,865	11,047	14,492	17,593	22,622	31,699	43,659	34,766	38,650	33,263	35,081	27,191
同比(%)	210%	99%	-72%	127%	31%	21%	29%	40%	38%	-20%	11%	-14%	5%	-22%
32寸面板价格			101	94	84	91	63	70	67	47	35	56		
同比(%)				-7%	-10%	9%	-31%	11%	-5%	-29%	-27%	62%		
55寸面板价格							195	200	161	121	128	187	93	109
同比(%)								3%	-20%	-24%	5%	46%	-50%	17%

资料来源: Wind, Omdia, 浙商证券研究所

2.2 面板供需周期性减弱, 预计未来对中长期定价的作用减弱

面板周期来源于供需关系的不平衡。面板的制造特性使得生产是稳定的, 但是需求是波动的, 当面板产能处于爬坡期时, 如果对于面板的需求降低, 那么将导致供需关系不平衡, 面板厂就需要被迫降价被动去库存。同样, 面板厂可以形成价格联盟, 通过调节稼动率的方式调节面板供给, 从而主动影响面板价格。复盘历史上的面板周期, 供需关系决定了面板价格向上或向下的方向。

图24: 面板价格波动周期及供需关系复盘



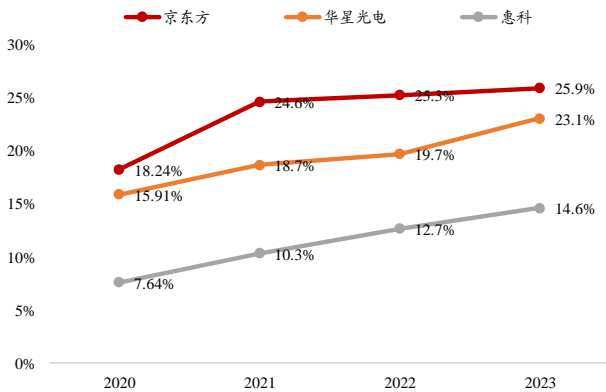
资料来源: 同花顺, 浙商证券研究所, 注: 纵轴单位为美元/片

面板产能向国内集中, 预计未来面板价格波动幅度收窄, 面板周期性减弱。面板价格波动来源于供需关系缺口, 当下游彩电需求旺盛或生产面板所需要的玻璃等原材料成本大幅上升, 都会导致面板价格大幅上升。预计面板价格未来的波动幅度在未来会降低:

1) 日韩面板产能退出, 中国大陆面板企业制造地位提升。日韩劳动成本高、租金更贵, 导致面板的成本优势明显不及中国, 并且中国面板龙头企业京东方、华星光电等企业加强自主研发, 产品力和日韩面板显示效果相似。以上使得日本和韩国面板产能不断退出, 京东方、

华星光电、惠科等中国大陆面板企业市占率自 2020 年以来从 42% 提升至 64%，中国已经成为全球最大的面板制造中心。

图25: 中国大陆企业彩电面板出货面积份额不断提升



资料来源: Omdia, 浙商证券研究所

表6: 2016 年以来, 日韩面板产能在不断退出

厂商	产线	代数	关闭产能 (千片/季)	关闭产能面积 (万平米/季)	启动关停时间
三星	SDC L7-1	7.0	480	197	4Q16
	SDC L8-1	8.5	150	83	3Q19
	SDC L7-2	7.0	330	136	1Q21
	SDC L8-1	8.5	300	165	1Q21
	SDC L8-2 Phase1	8.5	180	99	1Q21
	SDC L8-2 Phase1b	8.5	60	33	2Q22
	SDC L8-2 Phase2	8.5	180	99	2Q22
	SDC L8-2 Phase3	8.5	18	10	2Q22
合计			1698	822	
LG	P8	8.5	210	116	1Q17
	P7	7.0	135	59	1Q20
	合计			345	175
松下	Himeji 1	8.5	75	41	3Q16
	Himeji 1	8.5	60	33	4Q21
	合计			135	74

资料来源: Omdia, 浙商证券研究所

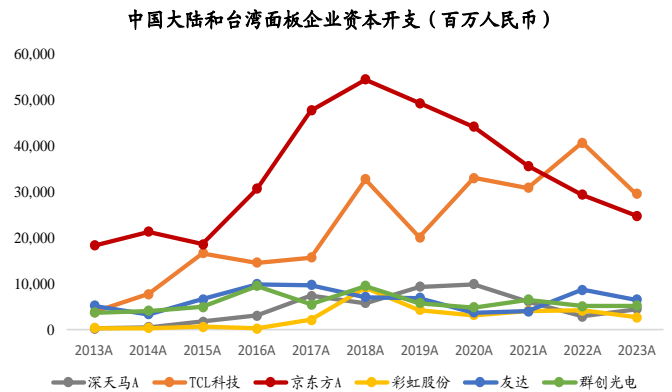
2) 高世代面板条线构建成本和资金优势, 这使得全球面板资本开支下降, 面板行业供需差有望收窄。中国大陆面板企业布局切割效率更高的 10.5 代线, 切割效率高意味着更强的成本优势; 但同样的, 一条 10.5 代线前期投入成本在 400 亿元、8.5 代线需投资 285 亿元, 高世代条线抬升了面板的资金壁垒。从数据上看, 日本和韩国面板产能在退出, 中国大陆面板厂也已经构筑了高世代面板厂的成本和资金规模优势、资本开支在降低。

表7: 中国大陆企业不断增加 10.5 代线面板产能

厂商	产线	代数	新增产能 (千片/季)	新增产能面积 (万平米/季)	新增产能开始投产时间
京东方	B9	10.5	360	357	1Q18
京东方	B17	10.5	180	178	4Q19
华星光电	T6	10.5	270	268	1Q19
京东方	B9	10.5	60	59	3Q20
京东方	B17	10.5	180	178	1Q21
华星光电	T7	10.5	315	312	1Q21
京东方	B17	10.5	90	89	4Q22
华星光电	T6	10.5	30	30	3Q23
华星光电	T7	10.5	90	89	2Q23

资料来源: Omdia, 浙商证券研究所

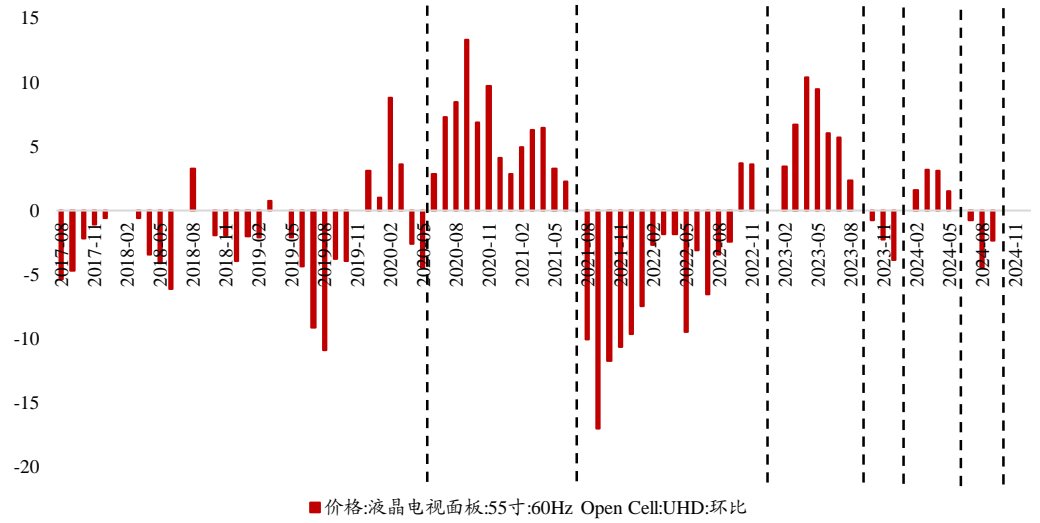
图26: 2020 年以来中国大陆和中国台湾面板企业资本开支降低



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

面板产能供需差收缩最直接的表现就是面板周期缩短, 基于这种判断, 那么面板周期对彩电股中长期定价的影响力度会降低。1) 2022 年以来, 面板价格的环比正负增长相差的时间不超过 1 年, 说明面板价格反应需求变化的速度更加灵敏, 并且从面板价格涨跌幅来看, 上下波动的幅度也在降低。2) 如果面板价格向上或向下的时间和幅度都在收窄, 说明面板的周期性在减弱, 那么面板周期作为中长期定价因子的逻辑在被削弱。

图27: 55寸面板价格环比增速波动, 2020年以来环比上下波动的幅度和周期有所收窄



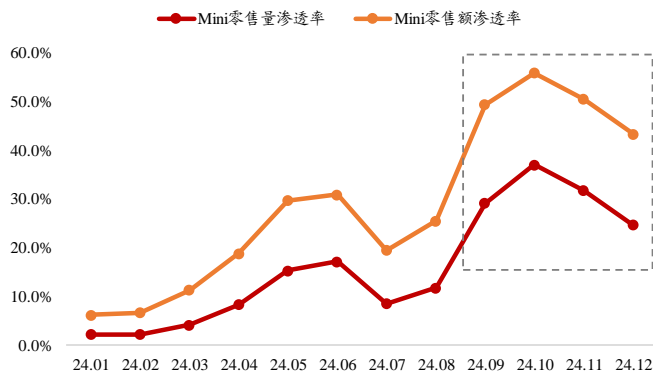
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.3 国内价格竞争缓解, 国牌出海空间广阔

2.3.1 国补带动产品升级, 小米价格竞争策略调整, 国内价格竞争缓解

国补带动新一轮 Mini LED 爆发: 根据奥维云网线上数据, 2024 年 9 月 Mini LED 和 LCD 产品价差收窄到 2355 元, 奥维口径下零售价没有考虑补贴后的价格, 本轮国家按照固定 20%比例补贴, 如果算上补贴后的价差收窄到 1884 元、价差进一步收窄。根据奥维云网数据, 24M9-12 月期间 Mini LED 销量渗透率达到 29.4%; 目前, 以旧换新补贴在全国 1 月份无缝接续, 并且多地已经明确以旧换新补贴从 25 年 1 月持续到 12 月底, 因此 24M9-12 月的 Mini LED 销量渗透率指引 2025 全年。

图28: 国补之下, MiniLED 电视线上销量渗透率在 40%以上



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

图29: MiniLED 渗透率高增驱动产品结构改善, 行业均价提升

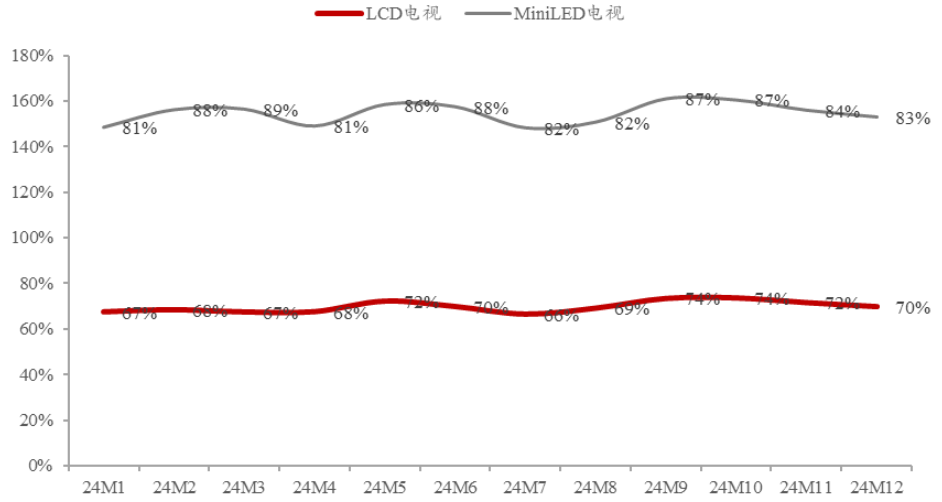


资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

Mini LED 电视行业集中度相比 LCD 更高, Mini LED 渗透率提升结构性拉动行业集中度提升。 2024 年 Mini LED 电视 CR3 为 85%, 相比电视行业高出 15 pct。1) 龙头企业有足够的产品和技术储备, 并且龙头企业通过多年积攒的品牌和技术讲出 Mini+新技术的故事 (海信是 ULED、TCL 是量子点), 消费者也更加容易接受; 2) 龙头企业和上游电子模块的供应商更加密切, 有一定份额基础的公司可以和上游电子模组厂共同研发、定制产品, 上游

电子模组厂会根据订单规模定制化龙头品牌需要的产品性能参数和价位段的电子模组，下形成较高的壁垒。

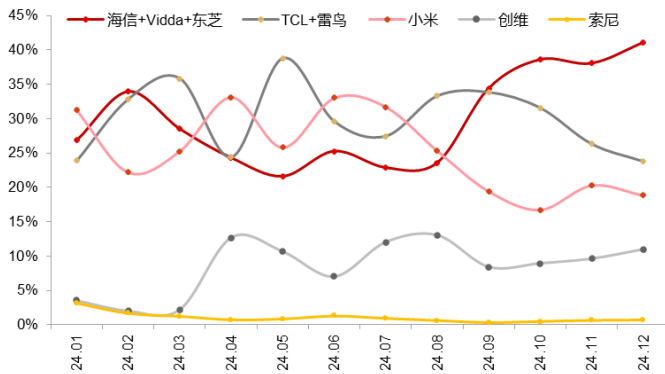
图30: Mini LED和普通LCD电视CR3的月度变化



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

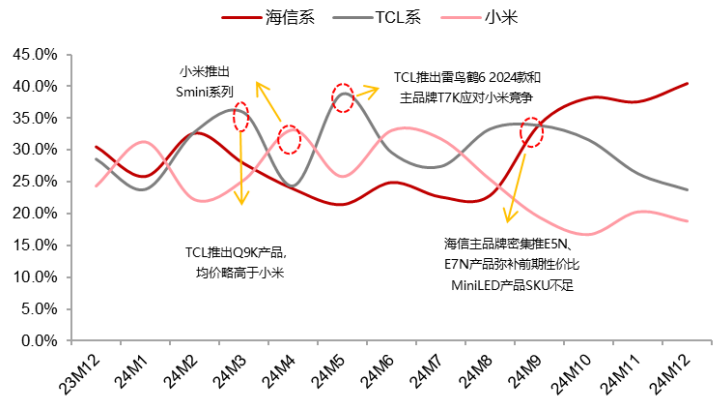
从Mini LED产品上新来看, 在国补开始前, 小米主导价格下探。1) 小米S系列新品拉低行业Mini LED利润率水平, 但从客观上加速Mini LED占比提升。小米本身在彩电面板采购和模组成本上相比TCL、海信不占优势, 但是其产品均价相比TCL和海信低, 预计小米Mini LED产品利润率水平明显低于TCL和海信。2) 小米推出S产品后, TCL、海信、创维纷纷响应推出对标产品, Mini LED行业零售均价随着降本和竞争加剧进一步下探。3) 海信和TCL应对小米的方式更多是靠快速的产品上新迭代响应, 小米主打爆款、讲究高SKU效率, 一年内只会上新2代产品, 龙头可以发挥研发和供应链优势, 快速在参数和定价上应对小米的新品。

图31: 2024年Mini LED分品牌零售量份额



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

图32: TCL和海信快速应对小米S mini新品



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

国补加速大屏化趋势, 使得品牌份额持续集中头部。尺寸越大, 品牌越集中, 源于大尺寸电视有更强的品牌力。大尺寸电视容易看出视角效果的差异、大尺寸电视概念更多,

也更能体现出品牌力。价值量较大的市场品牌集中化的逻辑比较清晰，没有很强技术升级和品牌营销能力的公司很难说服消费者从大品牌向小品牌切换。

在国补之下，价格带更高端的产品折扣力度更有吸引力，在国补的催化下，2024年75寸电视成为了主流尺寸。奥维云网（AVC）推总数据显示，2024年中国彩电市场75英寸产品以24.1%的销量份额位居第一，较2023年提升4.2个百分点。国补之下，9-12月，75及以上尺寸电视销售同比全面提升。

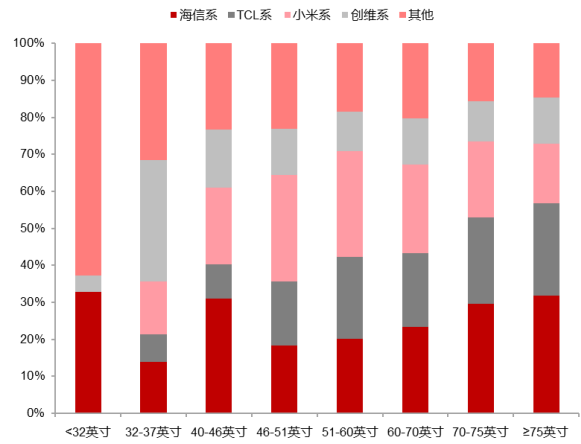
2024年在国补的催化下，黑电行业两大趋势：MiniLED渗透率高增、大屏化趋势加速，共同驱动行业产品均价向上，竞争格局集中品牌力更强的头部。展望2025年，在国补延续的背景下，这一趋势有望持续，因此我们认为黑电企业将受益于新品红利叠加竞争格局改善带来的业绩弹性。

图33：国补拉动75寸+大尺寸销售迅速提升



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

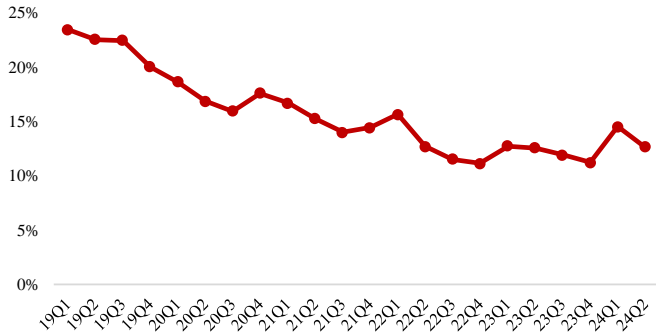
图34：2024年前三季度线上各品牌分尺寸段零售量份额



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

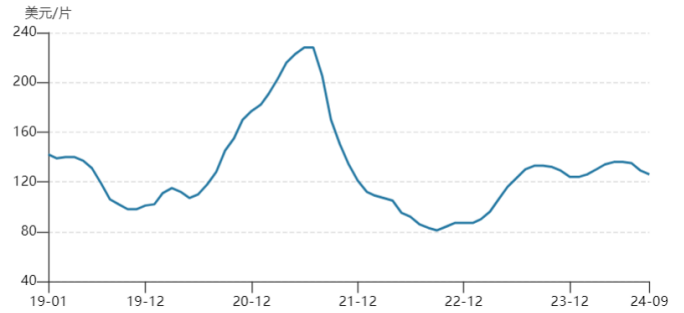
小米入局电视行业开辟“硬件不赚钱、软件盈利”的生态互联网模式，份额在2019年达到巅峰后回落。1) 小米电视的运营方式是硬件微利，线上广告和用户内容付费才是小米的利润中心，2013年小米入主电视赛道以来通过性价比路线和线上营销方式获得消费者喜爱，2019年小米电视线上零售量份额为27%，相比行业第二高11 pct。2) 在2019年后，小米电视线上份额持续向下，2019年开始海信使用互联网品牌Vidda与小米抗衡，小米的打法被行业龙头摸透并模仿；3) 2020~2021年面板价格上升、小米面板采购成本相比TCL、海信等全球电视龙头在供应链没有优势，面板价格上升放大小米黑电整体的盈利压力；4) 2022年小米战略规划造车、强调盈利后，主动调整产品线、裁撤部分低利润SKU型号。

图35: 小米彩电线上零售量份额在2019年大幅下降



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

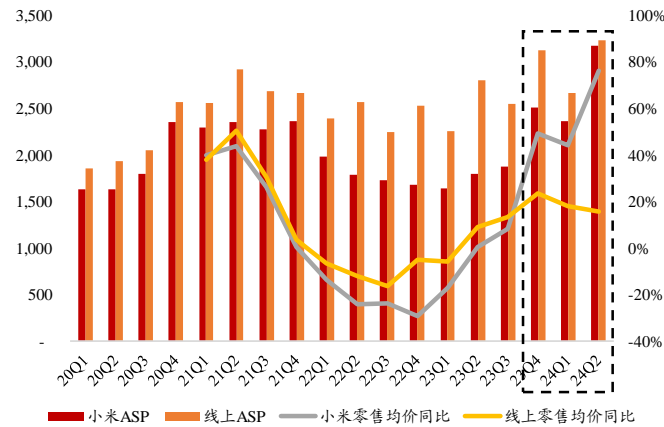
图36: 55寸面板价格变动



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

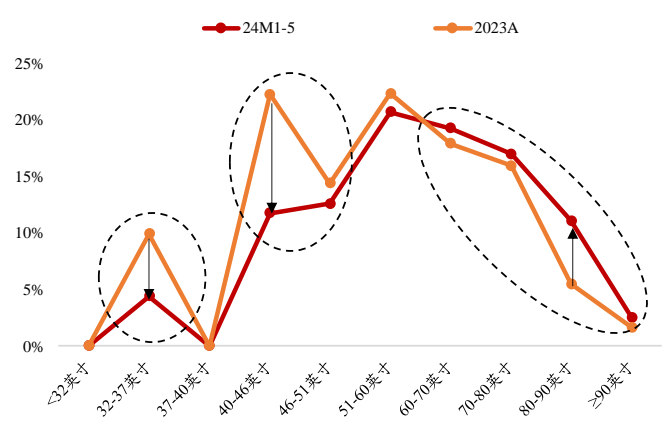
2024年小米主动调整尺寸段结构, 精简SKU、更加注重盈利能力。 1) 结合奥维数据看, 2024小米电视线上零售均价同比增长57%, 而行业均价同比增长13%, 小米系(小米+红米品牌)线上零售额份额提升1 pct至20%, 零售量份额则下降2 pct至25%。2) 彩电零售尺寸段越高、零售均价越高, 因此大尺寸电视毛利率更高, 小米在2024年主动调整产品结构, 24年1-5月小米品牌51寸以下彩电线上销量占比为17%, 相比2023年下降12.7 pct。从市场份额看, 24年1-5月小米在这一尺寸段的市场份额下降7 pct到9.6%, 同时小米24年1-5月在51寸以上的市场份额提升0.7 pct至17.9%。3) 不同于小米, 专业彩电企业如海信、TCL等需要维持其在全球的出货量市场地位, 不可能轻易调整51寸以下的尺寸段(50寸以下行业销量占比为27%, 仍然是比较重要的市场)。

图37: 23-24年小米品牌和行业线上彩电ASP走势(元/台)



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

图38: 2023A~24年1-5月小米彩电线上分尺寸段零售量份额



资料来源: 奥维云网, 浙商证券研究所

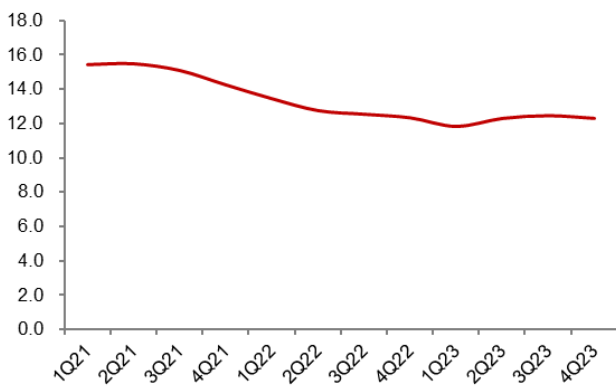
那么, 小米电视为何2024年开始注重经营质量、改变过去以价换量的策略, 未来这一策略的持续性如何?

- 小米入局彩电市场带着互联网模式入局, 醉翁之意不在酒, 打价格的本质是通过规模上量增加互联网触点, 但互联网盈利增长遭遇瓶颈。2023年底广电禁止开机广告对小米ARPU模型有直接影响, 过去几年的互联网触点增加也并没有带动ARPU值的提升, 小米硬件导流、软件盈利的增长模式遭遇瓶颈。

2023年11月底，国家广播电视总局发布了《有线电视业务技术要求》等三项广播电视和网络视听行业标准的公告，要求有线电视终端系统默认设置应为“开机进入全屏直播”，小米电视直接失去“开机广告”收入来源。

- **竞争加剧，彩电龙头迅速跟上小米打法，纷纷推出对应的子品牌以及软件业务。** 1) 2017年TCL推出雷鸟子品牌、2019年海信视像推出vidda子品牌，以应对小米带来的冲击。在同尺寸、同配置下，vidda和雷鸟在价格上甚至更具优势。75英寸电视中，小米redmi A75 Pro补贴后3299元，雷鸟鹏6 24款补贴后3099元，后者价格更低，且开机无广告。2) 软件业务方面，小米电视的软件业务主要包括系统软件、应用商店、内容资源及智能家居联动等方面，海信和TCL在这些方面也都有相应业务。

图39: 小米 ARPU 持续下滑



资料来源: 小米集团公告, 浙商证券研究所

图40: 小米电视软件业务的独特性较低

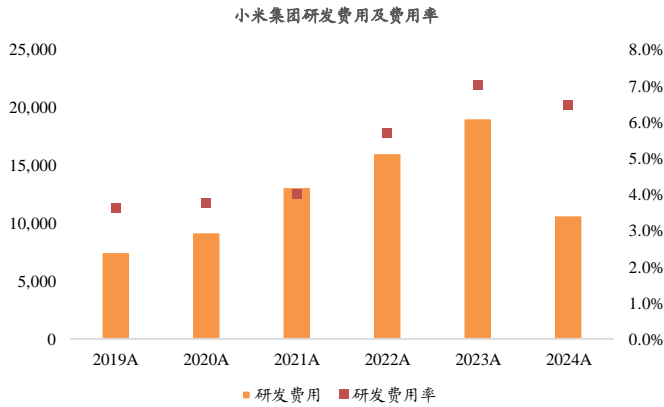
各个品牌对比	
操作系统方面	小米电视: 采用 MIUI for TV 系统。 海信电视: 使用 VIDAA AI 系统。 TCL 电视: 通常搭载安卓系统或在此基础上定制的系统, 如智能视界等。
应用商店方面	小米电视: 有小米应用商店。 海信电视: 拥有自家的应用商城, 也可通过特定方法安装第三方软件。 TCL 电视: 有自己的应用商店。
内容资源方面	小米电视: 爱奇艺、优酷视频、腾讯视频、芒果 TV、搜狐视频、乐视视频。 海信电视: 聚好看 (海信爱家), 涵盖爱奇艺、腾讯视频、优酷、华数、iCNTV 等。 TCL 电视: 与优酷、腾讯、芒果 TV、PPTV聚力体育、爱奇艺、Netflix 等平台合作。
智能家居联动方面	小米电视: 可与小米智能家居设备实现无缝联动, 方便用户进行家庭智能化管理。 海信电视: 具有一定的智能家居控制功能, 可与部分智能设备连接互动, 但在兼容性和联动性上相对小米电视略逊一筹。 TCL 电视: 也在积极布局智能家居领域, 部分产品支持与智能家居设备的连接和控制。

资料来源: 浙商证券研究所整理

- **存量竞争市场里、彩电结构化升级趋势下，品牌力的竞争成为重中之重。叠加小米电视“性价比策略”在面板成本没有优势的情况下，面板价格下行会放大亏损。** 1) 前文也提到，大屏化的趋势驱使头部集中，大屏更能体现品牌力，中高端产品能力是大屏化趋势下的关键。2) 拟合面板和彩电终端零售价格，彩电厂商无法完全将价格传导给下游，所以在 20Q3~21Q4 面板价格大幅上行期间，小米利润大幅承压。3) 而彩电龙头有面板供应链一体化优势，且相较小米有更强的品牌、产品力优势，可以更大幅度的通过产品迭代升级，提高终端零售价格，传导上游涨价压力。
- **小米入局造车，资本开支、销售费用较大，并且小米也确立了品牌高端化转型的策略，IoT 业务的定位依然发生变化。**

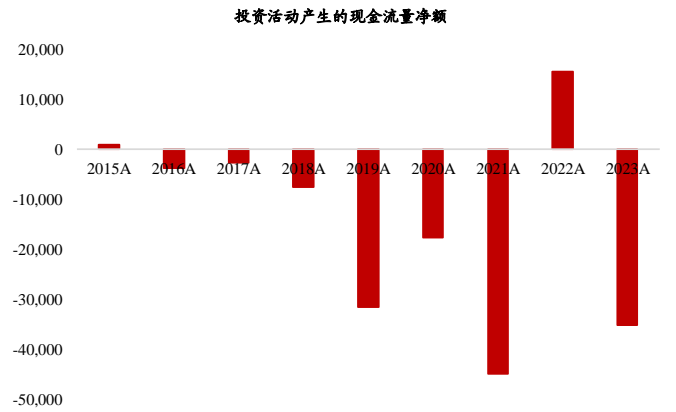
小米 2021 年确认进军汽车市场，小米硬件开始强调盈利，市场费用投放减少。1) 2021 年小米进入汽车行业，官宣造车。小米过去没有造车的基础，因此小米需要投入大量研发费用和资本开支收并购。2020~2023 年小米研发费用率从 4% 提升至 7%，研发费用从 93 亿元提升至 191 亿元，根据小米集团公告，研发费用的增加源于新能源汽车投入，同时小米投资活动现金流出大幅增加。2) 2021 年开始小米为了保持集团整体的财务健康，需要对销售费用加以控制，这对于需要开拓市场的小米家电业务而言不利。根据公司 2023 年财务报告，小米 2023 年销售费用减少 2.1 亿元主要是由于减少广告等宣传费用的投放。

图41: 2020年后小米研发费用大幅增加(百万元)



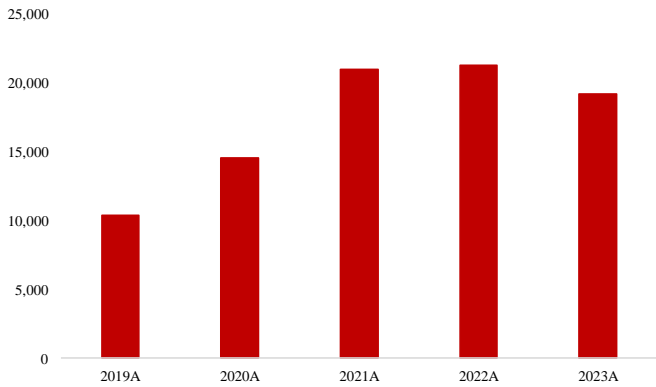
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图42: 2020年后小米投资性活动现金流出增加(百万元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图43: 小米销售费用在21年后降低(百万元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图44: 小米IoT业务毛利率逐季度提升

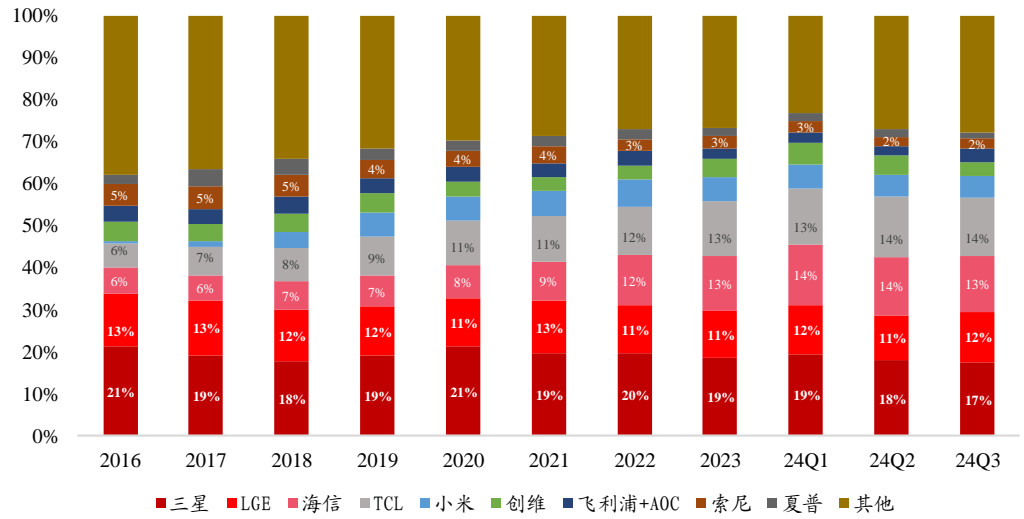


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.3.2 产品、渠道、营销三位一体，中国企业承接日韩份额

全球来看，韩系和中系品牌包揽前五，韩企份额降低，中国品牌崛起。2023年，全球TV市场CR5提升到62%。其中韩国品牌三星和LG稳居市场前两位，市场份额分别从2016年的34%，下降到2023年的30%。而中国品牌通过产业链一体化的优势以及出海极致性价比实现份额持续提升。其中，海信+TCL则实现了全球份额的迅速提升，从2016年的12%，提升至2023年的分别26%左右，与头部韩企的差距进一步缩窄。

图45: 2016年~2024Q3全球彩电出货量份额: 日韩出让份额, 国牌崛起

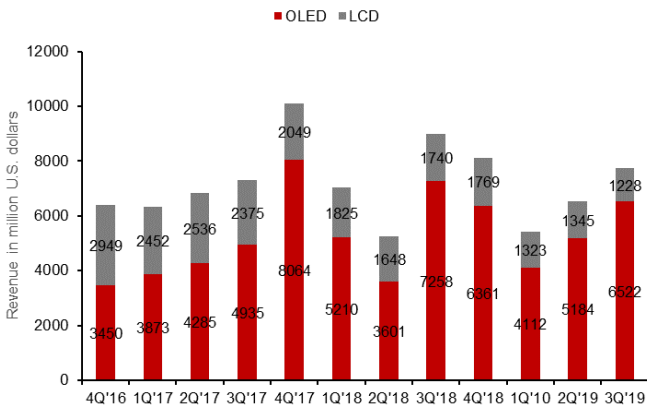


资料来源: 奥维睿沃, 浙商证券研究所

中国品牌的崛起来自于1) 面板产能的集中; 2) 押注 MiniLED 技术实现性价比弯道超车。由于中国逆周期面板投资, 导致面板盈利能力下滑, 三星、LG 等大厂为保利润 LCD 面板产能持续清退。整机方面, 韩国品牌的竞争策略主要以聚焦中高端市场为主, 出让中低端市场份额。中国品牌依靠极致的性价比, 大力推广 MiniLED 技术, 用好的产品、更低的价格、更快的产品迭代承接韩国品牌出让的份额。

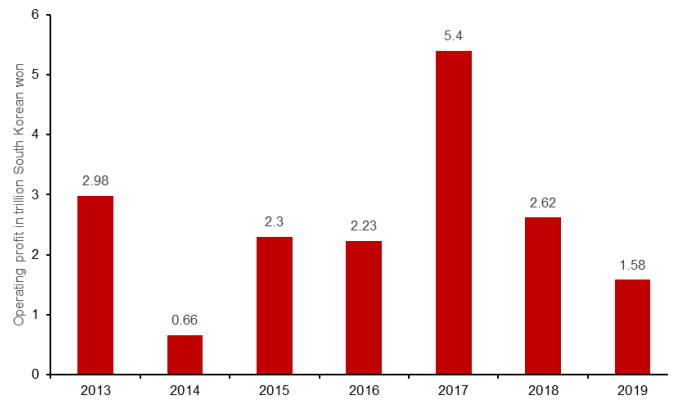
韩企方面: 保利润, 调整供应链, 押注 OLED 高端新技术。1) 从三星面板业务来看, 其整体收入在 2017 年 Q4 达到了顶峰, 之后便不断下滑。再从电视业务的盈利能力来看, 自 2017 年后, 三星的面板业务盈利能力开始急剧下滑, 京东方、TCL 华星崛起带来的激烈的竞争和日韩贸易战的影响使得三星面板业务经营利润在 2019 年仅有 2017 年的三分之一, 为自 2014 年以来的最低数额。2) 三星和 LGD 已在 2022 年先后公布正式停产 LCD 面板的决定。其中, 三星显示于 2022 年 6 月完全放弃了 LCD 面板业务, 重心转向产品定位更高、利润更大的 QD-OLED 量子点显示面板和 OLED 显示面板。LGD 则停止韩国本土 LCD 电视面板产线, 在中国的广州线也敲定 TCL 有优先竞购权 (2024 年)。

图46: 三星显示业务中 (含 OLED 和 LCD) LCD 业务收缩



资料来源: 三星, DT 半导体材料, 浙商证券研究所

图47: 三星面板业务利润持续下滑



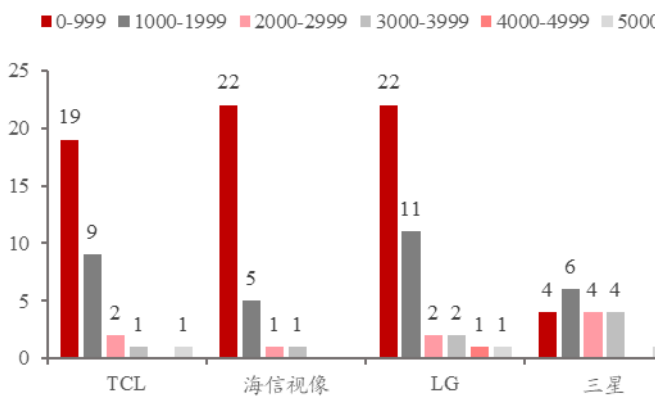
资料来源: 三星, DT 半导体材料, 浙商证券研究所

产品方面：中国黑电品牌商重点发展 MiniLED 和 QD-LCD 产品，迅速扩大了高端电视的份额，凭借性价比挤压三星和 LGD 的份额。耐用消费品品牌力不易颠覆，中国厂商除了依靠极致性价比外，还依赖做更多、更快的 SKU 迭代来吸引用户，2024 年以来，中国厂商加快完善海外产品矩阵。

通过对北美亚马逊渠道销售电视型号整理，海信视像在售 9 个系列、TCL 在售 8 个系列、LG 在售 8 个系列、三星在售 4 个系列。总体来看，海信视像与 TCL 在海外市场已完善 SKU 布局，且明显与韩牌有价格区隔。

海信、TCL 的产品价格带主要集中在 0~999 美元区间，海信、TCL、LG 在 0~999 美元价格带的 SKU 数量占比在 60%左右，三星在 0~999 美元的 SKU 数量占比在 20%上下。相较之下，三星的产品价格带主要集中在 1000~1999 美元。

图48：四品牌黑电在美国亚马逊平台不同价格带 SKU 数量



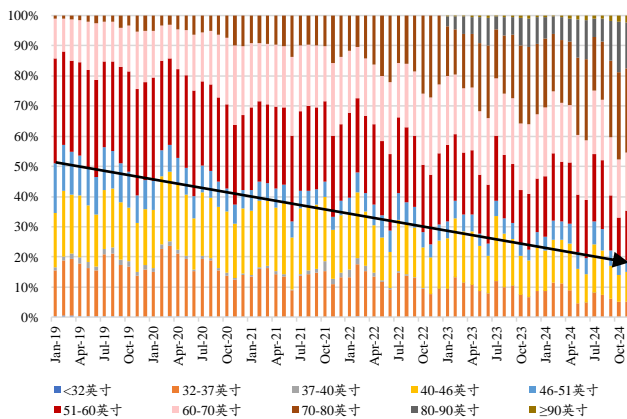
资料来源：美国亚马逊平台，浙商证券研究所

图49：北美四品牌 75 寸黑电参数比较

	海信	TCL	三星	LG
型号	U8N	QM85	QN90D	QNED90T
价格(美元)	1497.99	1298	1797.99	1596.99
尺寸	75	75	75	75
面板类型	QD Mini-LED	QD Mini-LED	QLED	QD Mini-LED
背光技术	全阵列局部调光 Pro	高亮度 ULTIMATE		
分辨率	4k	4K	4k	4k
刷新率(Hz)	144	144 Hz	120	120
HDR	HDR10+	HDR ULTRA	HDR+	
音效	杜比全景声	杜比全景声	杜比全景声和对象跟踪	杜比全景声

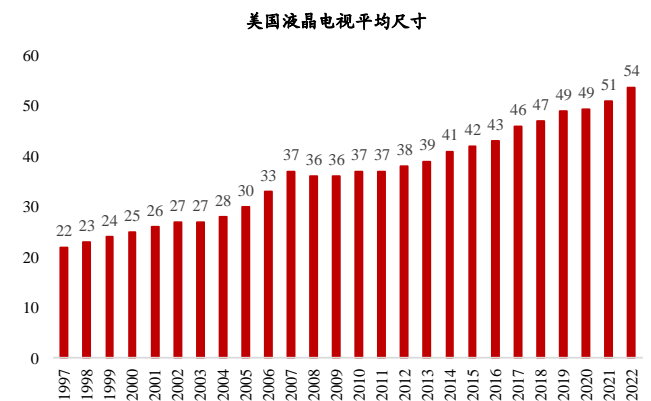
资料来源：美国亚马逊平台，浙商证券研究所

图50：2019~2024 年国内市场各尺寸段电视销量占比



资料来源：奥维云网，浙商证券研究所

图51：美国液晶电视平均尺寸为 54 寸



资料来源：Statista, NPD, 浙商证券研究所

渠道方面，中国家电企业逐步突破北美中高端渠道，新兴市场更多是开辟新市场和新渠道提升份额。

以北美中高端渠道为例，美国最大电器零售商百思买对 TCL 全品类产品在北美的市场表现给予高度评价，认为 TCL 签约成为 NFL 官方合作伙伴以及配合策划的线上线下活动，与百思买作为 NFL 官方零售商合作伙伴的相关推广活动形成联动，从而实现双赢。

表8: TCL 在北美积极拓展中高端渠道

时间	经营事件
2010	TCL 开始经营自有品牌。
2011-2013	TCL 在北美主要以拓渠道为主, TCL 主要依托与电商主渠道亚马逊的深度合作, 在经营初期通过亚马逊平台打开市场。
2014	TCL 在北美拿下沃尔玛黑五大单, 开始进入沃尔玛渠道。
2015	TCL 与好市多 (Costco) 达成合作。
2016	TCL 先后与山姆会员商店 (Sams Club)、塔吉特 (Target) 等传统主力渠道合作。
2017	TCL 宣布进入美国六大主流零售渠道, 即塔吉特、好市多、亚马逊、山姆会员店、百思买和沃尔玛, 这六大渠道销售美国市场 80% 的电视机。再加上其他的区域零售卖场, TCL 实现了 90% 的零售覆盖。
2018	TCL 扩大了 TCL 墨西哥 Moka 工厂, 并建立了新的 TCL 墨西哥 Masa 工厂, 以避免贸易壁垒并持续保持在美国市场的份额。
2019	TCL 推出了世界上第一款 Mini-LED 电视, 提升了电视的显示效果和对比度, 进一步巩固了其在显示技术领域的领先地位。
2024	TCL 在 Best Buy 等高端零售渠道的合作不断深化, TCL 的形象墙出现在其中的 606 家, 而展台进驻达 907 家, 几乎覆盖到了美国的所有门店。

资料来源: 经济观察网, 今日头条, TCL 动态, 华夏时报, 36 氪, 浙商证券研究所

图52: TCL 产品在 Best Buy 门店里的“堆码”



资料来源: 36 氪, 浙商证券研究所

图53: 家喻户晓的 NFL 解说员 Charissa Thompson 代言 TCL



资料来源: 36 氪, 浙商证券研究所

新兴市场仍处于经济发展阶段, 行业格局尚未固化, TCL 在东南亚市场以越南为供应链中心、海信计划在越南建设电视产能。另外, 东南亚受益劳动力成本优势和地缘政治因素, 是全球重要的彩电制造中心。1) 我们发现, 即便在经济增速较快的东南亚国家, 彩电的渗透率也已经基本的达到 80% 以上的水平。通过分析保有率数据发现, 大部分品类当保有率达到 80%, 那么其保有率提升的速度就会明显边际放缓, 这说明东南亚市场彩电新增需求的空间相对有限。2) 新兴市场的家电行业格局没有发生固化, 未来随着替换需求占比的提升、消费需求的升级, 行业的竞争格局仍然可能会发生变化。

表9: TCL 在东南亚抢占日韩品牌份额 (%)

	印尼		越南		泰国		马来西亚		菲律宾	
	2024	2019	2024	2019	2024	2019	2024	2019	2024	2019
TOP1	LG	LG	Samsung	Samsung	Samsung	Samsung	Samsung	Samsung	Samsung	Samsung
TOP2	Samsung	Samsung	LG	Sony	LG	LG	Hon Hai	Hon Hai	LG	LG
TOP3	Hon Hai	Hon Hai	Sony	LG	TCL	TCL	LG	LG	TCL	TCL
TOP4	TCL	Hisense	TCL	TCL	Hisense	Hisense	Hisense	Sony	Hisense	Panasonic
TOP5	Skyworth	stana Tek	-	-	Panasonic	Panasonic	Panasonic	Hisense	Sony	Hisense
中国品牌	30.5	12.3	11.1	8	30.8	28.8	15.3	13.9	22.4	17.4
韩系品牌	41	52.7	48	59.2	54.3	50.3	38.6	35.2	56.4	59.6
日系品牌	4.3	6.7	17.3	22.8	7.2	14	13.7	19.4	4.1	8

资料来源: 欧睿国际, 浙商证券研究所

注: 24 年数据截至 7 月

营销方面, 黑电本身就更加适合运用体育营销。1) 体育营销是依托于体育活动(赞助形式), 将产品(或企业)与体育结合, 把体育项目内涵赋予企业品牌, 形成特有的企业识别、形象解码转移、品牌内化演绎的价值增值的系统工程。2) 体育赛事提供跨越文化、信仰、种族障碍的机会, 消费者往往把个人偏好和品牌忠诚度相绑定, 全球体育赛事的赞助给中国品牌提供了快速突破品牌认知的机会。3) 彩电是观看体育赛事的媒介, 彩电消费本身就与体育赛事的相关度高, 大型体育赛事会刺激部分彩电的销量。

体育营销是中国黑电企业突破欧洲市场的重要抓手, 2016 年海信成为欧洲杯等各项赛事的主要赞助商。体育营销是一个缩短消费者认知、快速让消费者接受品牌的过程, 欧洲杯和世界杯对于欧洲消费群体的品牌曝光度高, 2016 年海信成为欧洲杯等各项赛事的赞助商以来, Hisense 品牌认知度在欧洲快速提升, 也推动了海信在欧洲渠道进驻。海信视像在最新发布的 2024 年半年报中称, 欧洲杯营销有效推动海外市场发展, 欧洲市场主营业务收入同比增长 20.06%。

图 54: 世界杯赛场上的海信品牌标语



资料来源: 国足联, 浙商证券研究所

图 55: 2006 年以来历届世界杯、欧洲杯官方合作伙伴

世界杯	官方合作伙伴	欧洲杯	官方合作伙伴
2006年	阿迪达斯、Anheuser-Busch、Avaya、可口可乐、大陆轮胎、Deutsche Telekom、阿联酋航空、富士胶片、吉列、现代汽车、万事达、麦当劳、飞利浦、东芝、雅虎	2008年	大陆轮胎、可口可乐、JVC、现代起亚汽车、万事达
2010年	阿迪达斯、可口可乐、现代-起亚汽车、索尼、VISA、阿联酋航空	2012年	可口可乐、麦当劳、阿迪达斯、嘉士伯啤酒、现代起亚汽车、嘉实多润滑油、ORANGE 电信、夏普、佳能
2014年	阿迪达斯、可口可乐、现代-起亚汽车、索尼、VISA、阿联酋航空	2016年	阿迪达斯、嘉士伯啤酒、可口可乐、大陆轮胎、现代起亚汽车、麦当劳、SOCAR、海信、土耳其航空、Orange 电信
2018年	阿迪达斯、可口可乐、万达集团、俄罗斯天然气公司、现代-起亚汽车、VISA、卡塔尔航空	2020年	支付宝、可口可乐、联邦快递、俄罗斯天然气、喜力啤酒、海信、卡塔尔航空、大众、Takeaway、Tik Tok、vivo、Booking
2022年	阿迪达斯、可口可乐、万达集团、现代-起亚汽车、卡塔尔航空、VISA	2024年	阿迪达斯、速卖通、支付宝、比亚迪、可口可乐、海信、Atos、Betano、Booking、Lid、Engelbert Strauss、Visit Qatar、Vivo

资料来源: 国足联, 欧足联, 浙商证券研究所

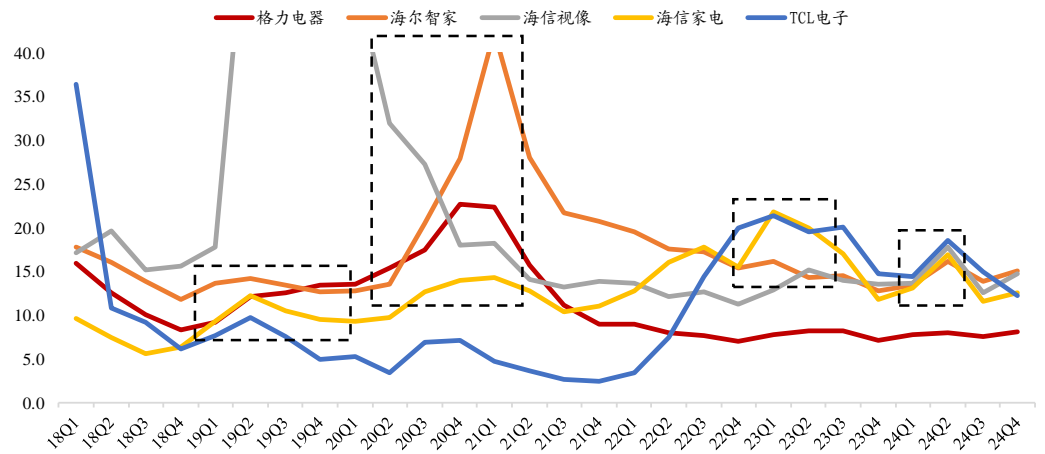
3 黑电股短期变化：估值提振看治理，面板仍是利润核心变量

3.1 治理改善提振估值，海信视像和 TCL 电子完成治理改革

3.1.1 治理改善能够带来短期估值提振，估值水平是否持续要看业绩兑现

通过对家电上市公司的复盘，当公司发生治理改善时，资本市场对于公司无论是基本面还是综合股东回报的信心提振，从而带来估值的提振，但是估值水平的持续性需要由企业自身的经营环境和业绩兑现能力决定。

图56：白电、黑电公司 PE-TTM 变化



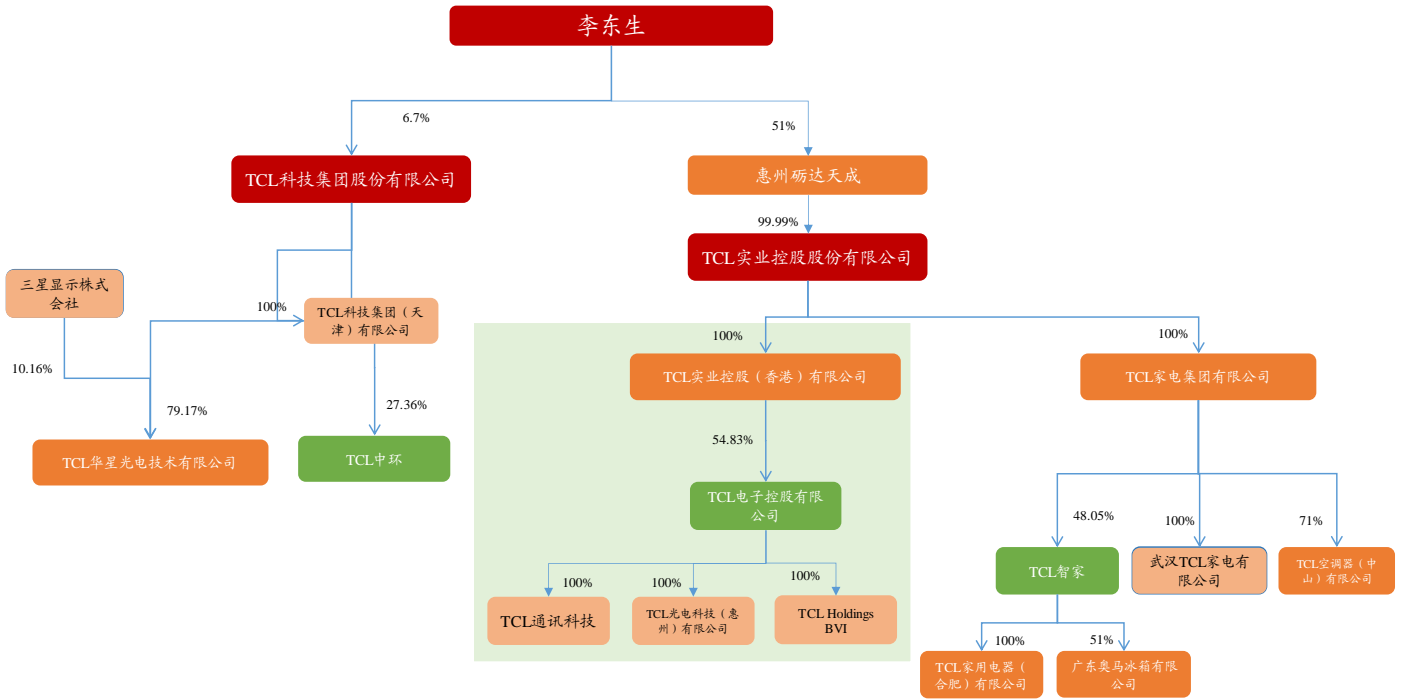
资料来源：Wind，格力电器、海尔智家、海信视像、海信家电、TCL 电子公告，浙商证券研究所，注：1) 2019 年格力电器股改、2020 年海尔智家私有化、2021 年海信集团混改完成以及海信视像发布股权激励计划、2023 年海信家电发布股权激励计划、2024 年 TCL 电子发布股权激励计划。2) 受到资金风格和板块轮动影响（例如 2020 年是消费牛市），估值和治理改善事件的匹配关系不一定能够完全对应上，本图仅供参考。

3.1.2 TCL 电子的治理改善：李东生“两翼齐飞”资产布局，股权激励绑定核心管理层

2019 年 TCL 重组后“两翼齐飞”，整个 TCL 分为科技集团和实业控股两块核心资产。1) TCL 创立于 1981 年，前身为 TTK 家庭电器惠州有限公司，业务范围从最早的磁带生产制造到彩电、白电等智能终端产品和新能源等领域，业务范围不断拓展。2) 2019 年 TCL 集团完成资产重组，确定下“两翼齐飞”的资产结构和组织架构，将 TCL 拆分为 TCL 科技集团和 TCL 实业，TCL 创始人李东生先生分别持有 TCL 科技集团和 TCL 实业 6.7%和 51%的股权。

TCL 电子为 TCL 实业子公司，李东生先生间接持有公司股权 27.96%。1) 从资产结构上看，TCL 科技集团下的子公司多为高资本开支、利润较厚的产业（如华星光电主营面板制造、TCL 中环主营半导体和新能源产业），多次融资和股权转让使得李东生先生持股比例较低。2) TCL 实业控股下的公司多为资本开支较低的家电制造和分销渠道，李东生先生虽持股比例较高但利润较薄。TCL 电子为 TCL 实业下子公司，TCL 电子与 TCL 其他主体都有一定关联交易。TCL 实业持有 TCL 电子 55%的股权，因此公司创始人李东生先生间接持有公司 27.96%的股权。

图57: TCL 分为科技集团和实业控股, 其中 TCL 电子为实业控股的子公司



资料来源: 天眼查, Wind, 浙商证券研究所

TCL 电子发布股权激励, 深度绑定核心管理层。1) TCL 电子在 2024 年 1 月 25 日根据 2023 年股份奖励计划向 363 名核心管理人员和员工授予共计 8227 万股。其中公司董事长杜娟女士、首席执行官张少勇先生、首席财务官彭攀先生分别授予 150 万股。2) 从管理层的工作履历看, 上述核心管理层在 TCL 实业控股亦有任职, 本次股权激励有助于绑定 TCL 实业控股核心管理层的利益, 在集团层面彰显管理层对未来经营的信心。

表10: 公司股权激励绑定核心管理层利益

姓名	在公司任职	授予股数 (万股)	履历
杜娟	主席兼执行董事	150	杜女士亦是 TCL 实业控股董事及首席执行官 。1999 年 5 月加入 TCL 科技, 历任 TCL 科技结算中心总经理、TCL 财务公司总经理、TCL 金服控股集团(广州)有限公司总裁及董事长; 2016 年 7 月至 2018 年 2 月, 任 TCL 科技副总裁; 2018 年 3 月至 2021 年 8 月, 任 TCL 科技执行董事兼首席运营官; 2019 年 1 月至 2021 年 8 月, 兼任 TCL 科技首席财务官; 2021 年 8 月至 2022 年 12 月, 担任 TCL 科技非执行董事。
彭攀	执行董事、首席财务官及联席公司秘书	150	彭先生自 2023 年 10 月成为本公司执行董事, 现亦为 TCL 实业控股首席财务官 。彭先生 2005 年加入 TCL, 并在 2005 年至 2019 年期间先后在 TCL 担任多个财务相关职位, 包括财务经理、高级财务经理、财务部部长及财务总监。自 2019 年起直至加入本集团之前, 彼曾担任华星光电财务中心部长兼副总裁, 以及 TCL 科技助理总裁兼财务运营部部长。
孙力	执行董事	150	孙先生是本公司执行董事。孙先生自 2020 年 2 月成为本公司非执行董事, 于 2024 年 3 月调任为本公司执行董事。孙先生于 2004 年加入 TCL 通讯, 2004 年至 2017 年 7 月期间, 历任研发部门经理、预研部门经理、全球研发中心软件总监及全球研发中心副总经理。
张少勇	首席执行官	150	张先生是本公司执行董事、首席执行官及战略委员会成员、泛智屏事业部总经理以及若干附属公司董事。张先生亦现任 TCL 实业控股高级副总裁 。张先生于 2000 年加入本公司, 先后曾在本公司多间分公司、业务单位及部门担任经理、高级经理、副总裁及总经理等职位。
其他员工		6776	
关联实体参与者		851	

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

TCL 管理层考核目标较高，彰显经营信心。 1) 公司授予核心员工股权，并考核公司 24-26 年调整后归母净利润，三年按照 40%、30%、30% 的归属比例分批次行权。2) 在 100% 全部行权的业绩考核目标下，对应经调整后归母净利润分别为 13.3 亿、16.1 亿、20.1 亿港元。3) 在 80% 部分行权的业绩考核目标下，对应调整后归母净利润分别为 12.0 亿、13.7 亿、15.3 亿港元。4) 公司对 2024~2026 年的考核目标要求较高，彰显对未来的经营信心。

图58: 公司股权激励分三期归属比例

對應截至12月31日止以下財政年度之業績	歸屬日期	最高將予歸屬之比例
2024年	2025年6月11日	約40%
2025年	2026年6月11日	約30%
2026年	2027年6月11日	約30%

资料来源: TCL 电子公告, 浙商证券研究所

图59: 公司股权激励归母净利润考核目标

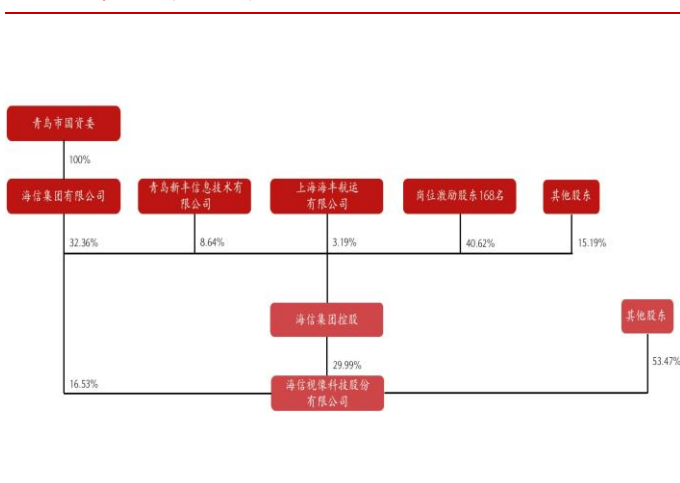
截至12月31日止財政年度之相應業績	百分比升幅(X)	對應相關財政年度將予歸屬之獎勵股份之百分比	
2024年	$X \geq 65\%$	100%	
	$50\% \leq X < 65\%$	80%	
	$X < 50\%$	0%	
截至12月31日止財政年度之相應業績	百分比升幅(X)	對應相關財政年度將予歸屬之獎勵股份之百分比	
	2025年	$X \geq 100\%$	100%
		$70\% \leq X < 100\%$	80%
	$X < 70\%$	0%	
2026年	$X \geq 150\%$	100%	
	$90\% \leq X < 150\%$	80%	
	$X < 90\%$	0%	

资料来源: TCL 电子公告, 浙商证券研究所, 注: 图中的百分比升幅为考核期业绩对应 2023 年业绩的增幅。

3.1.3 海信视像的治理改善: 集团混改绑定核心管理层, 股权激励彰显经营信心

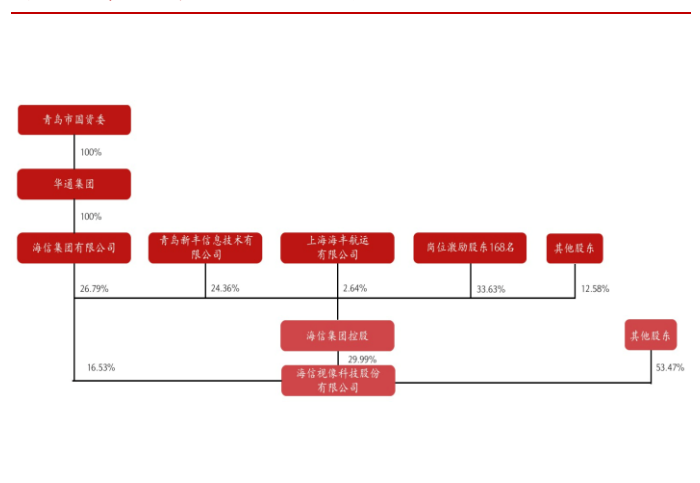
深化混合所有制改革, 优化股权和治理结构。 1) 2020 年 12 月 24 日, 增资扩股落地, 海信集团以海信电子控股为主体, 增发 4150 万股 (约占 17.2% 的股权比例), 引入青岛新丰为战略投资者, 使其持股海信电子 (现为海信集团控股) 比例上升至 24.36%, 与其一致行动人上海海丰航运合计持股海信电子比例为 27.00%。2) 海信征集战投完成后, 海信集团 100% 国有股权无偿划转给青岛市直属国有资本运营平台公司华通集团持有。本次增资扩股完成后, 海信电子控股不再符合国有实际控制股东界定条件, 海信视像的实际控制人将由青岛市国资委变更为无实际控制人。

图60: 海信视像混改前股权结构



资料来源: 天眼查, 浙商证券研究所

图61: 海信视像混改后股权结构



资料来源: 天眼查, 浙商证券研究所

2021年海信视像发布股权激励计划，实现核心管理层利益与公司发展深度绑定。1)2021年9月8日，公司发布最终限制性股票激励计划授予结果，实际向总计216名激励对象授予1,940万股限制性股票，授予价格为8.295元人民币/股。2)2024年3月公司发布新的股权激励计划，其中海信集团董事长贾少谦、海信集团总裁兼海信视像董事长于芝涛、海信视像总裁李炜等海信核心管理层均在股权激励对象当中，股权激励计划有助于绑定核心管理层利益，激发公司员工积极性。

图62: 股权激励绑定核心管理层利益

持有人及职务	拟持有份额上限对应的标的股票数量(万股)	拟持有股数占本员工持股计划比例(%)
董事、监事、高级管理人员8人(具体为:于芝涛、贾少谦、刘鑫、朱聃、李炜、陈彩霞、王惠、刘莎莎)	430.00	14.78%
中层管理人员及核心骨干人员(不超过451人)	2,479.38	85.22%
合计	2,909.38	100.00%

资料来源: 海信视像公告, 浙商证券研究所

图63: 2024年股权激励业绩考核目标

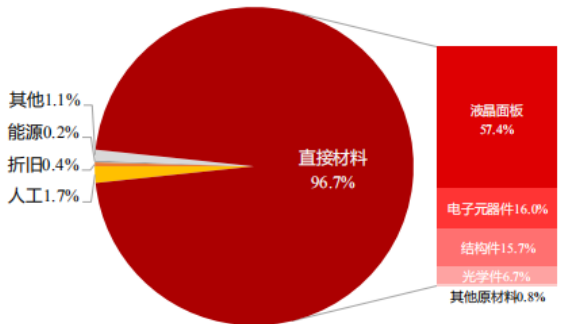
解锁期	对应考核年度	业绩考核目标	
		目标值(Am)	触发值(An)
第一个解锁期	2024年	以2022年净利润为基数, 2024年净利润增长率不低于35.83%	以2022年净利润为基数, 2024年净利润增长率不低于22.25%
第二个解锁期	2025年	以2022年净利润为基数, 2025年净利润增长率不低于49.94%	以2022年净利润为基数, 2025年净利润增长率不低于34.95%
第三个解锁期	2026年	以2022年净利润为基数, 2026年净利润增长率不低于66.41%	以2022年净利润为基数, 2026年净利润增长率不低于49.77%

资料来源: 海信视像公告, 浙商证券研究所

3.2 面板仍然是短期毛利率的核心变量，彩电企业毛利率波动预计收窄

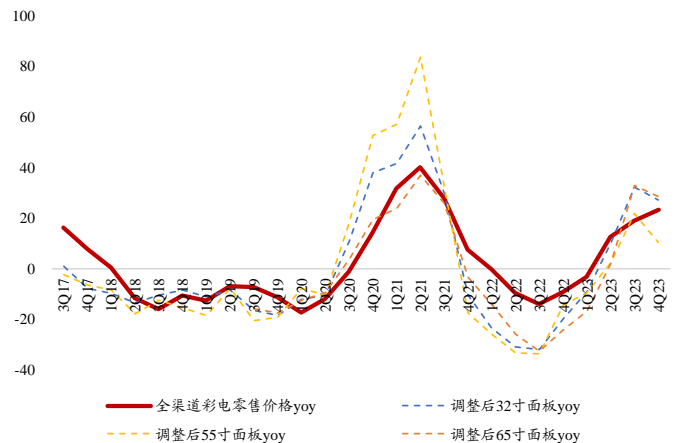
彩电零售价格容易受到面板价格波动影响，当面板价格大幅上升时企业不能做到完全顺价导致盈利波动。1)根据康冠科技2020年招股说明书，直接材料占彩电成本的96.7%，其中液晶面板占成本的57.4%左右。若其他因素保持不变，液晶面板价格每增长10%，彩电成本对应提升5.74%。2)面板价格受上游供需关系影响较大，因此波动较大。20Q3~21Q4面板价格大幅上行期间，彩电终端零售均价增幅小于调整后的面板价格涨幅，说明在面板价格大幅上涨期间品牌方无法完全向终端传导压力。3)21Q4~23Q1在面板价格回落时，彩电终端零售价格降幅小于调整后的面板价格，说明品牌方有能力在面板价格下行周期提升自身盈利水平，弥补前期的利润损失。

图64: 面板占彩电约总成本的60%



资料来源: 公司年报, 康冠科技招股书, 浙商证券研究所

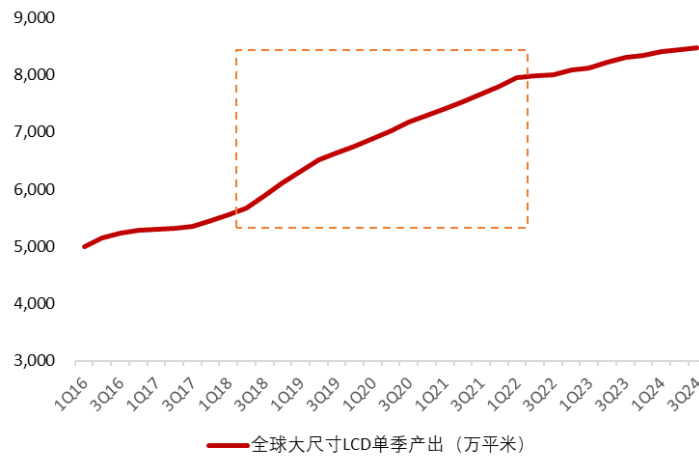
图65: 彩电企业无法完全向终端传导面板价格的影响(%)



资料来源: 奥维云网, Wind, 浙商证券研究所

预期中长期面板价格波动性降低，面板利润上升。1)上文提到，面板的周期性会降低，1~2年的面板周期可能收窄到以季度为单位，但是考虑到行业需求是波动的，并且长期面板仍是供给大于需求，即使面板厂商形成价格联盟，同样也会受需求和库存周期扰动，但是产能如果更加适配行业需求，预计面板价格波动会降低。2)2018~2022年是面板产能扩张高峰期，预计2025年后，8.x/10.x代线将陆续结束摊薄前期开产线的成本（TCL科技机器设备科目采用5-10年限平均法折旧），同时面板产线升级符合摩尔定律，面板成本的底层逻辑是半导体工艺，长期的潜在期权是更高世代产线占比提升，生产效率提升、成本降低。但同样的，面板厂CR3高于全球彩电整机厂，面板厂之前的竞争格局也是面板价格的变量之一。

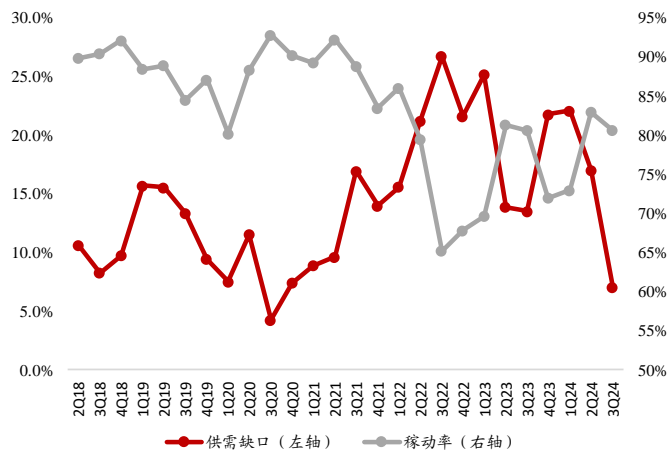
图66：18-21年是产能扩张高峰期，将在2025-2028年完成折旧



资料来源：Omdia，浙商证券研究所

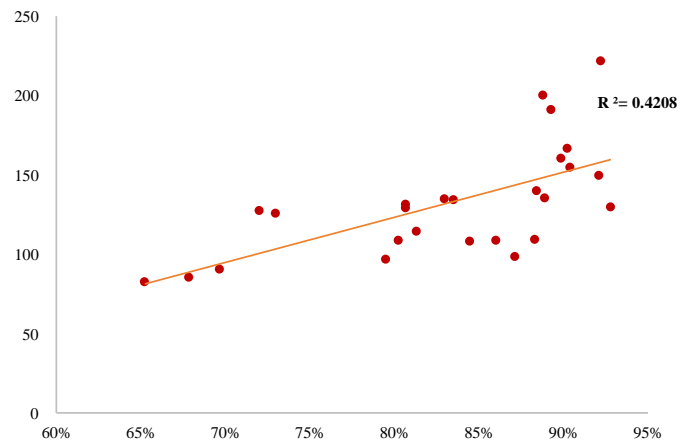
3)面板供需缺口扩大容易导致面板库存的变化，从而面板厂需要调节稼动率调节面板库存，通常情况下当供需缺口大幅上升时，面板厂会降低稼动率从而消化面板库存。面板价格与稼动率呈正相关，当面板稼动率提升的时候，面板价格也会上升，说明需求好于供给。根据我们的数据拟合看，供需缺口与稼动率反相关（拟合度0.64），面板价格和稼动率正相关（拟合度0.42），数据的拟合度具有一定参考性。

图67：供需缺口与稼动率呈反相关



资料来源：Omdia，浙商证券研究所，注：稼动率数据参考中国大陆

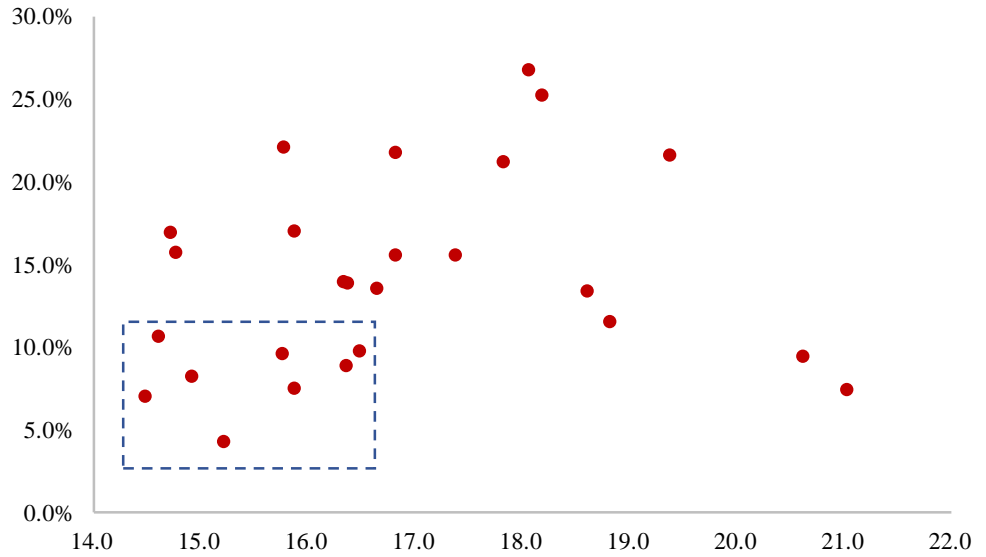
图68：55寸面板价格与稼动率均值回归



资料来源：Omdia，Wind，浙商证券研究所，注：稼动率数据参考中国大陆地区

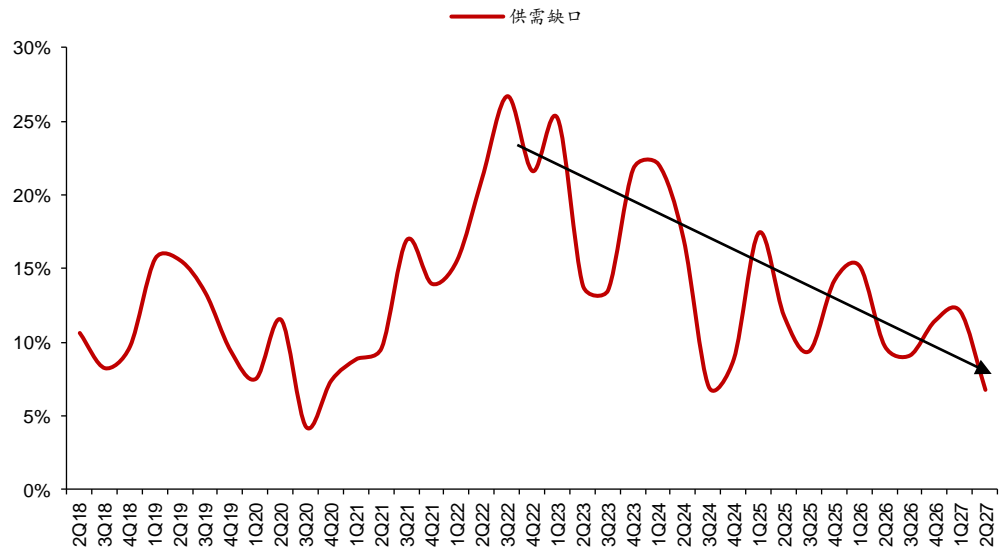
预计 2027 年面板供需缺口收窄到 10% 上下，我们预计彩电企业的毛利率可预测性提升。我们拟合了 18Q4~24Q2 海信视像毛利率和上游面板厂的供需关系差数据，剔除掉一些特殊的时间段，公司毛利率和面板厂供需缺口呈正相关，毛利率中枢在 16.82%，上下 2~4 pct 波动。假设面板供需缺口收窄到 10% 以下，那么海信视像的毛利率中枢在 15.57%，上下 1 pct 左右波动（排除 2 个季度的个别情况），看似面板供需缺口收窄会导致彩电整机厂的毛利率中枢向下的区间，但是考虑到 Mini LED 和大屏化升级，以及彩电企业竞争格局的改善，通过历史数据拟合出的毛利率中枢偏保守。

图69： 18Q4~24Q2 期间海信视像毛利率和面板厂供需缺口拟合



资料来源：Wind, Omdia, 浙商证券研究所，注：纵轴为面板供需缺口，横轴为海信视像季度毛利率

图70： 18Q2~27Q2(E)面板供需缺口



资料来源：Omdia, 浙商证券研究所

4 投资建议

我们认为彩电行业有三大周期未来值得关注：长周期取决于显示技术路径，中周期是竞争格局，短周期是面板价格波动。

预计中长线维度中国黑电企业全球份额和利润率共同提升：1) 从面板上游来看，随着日韩面板产能清退、国内面板份额竞争力提升，面板价格的周期性减弱，面板生产和定价更能向需求端接近。2) 从整机厂的竞争格局来看，国补驱动 Mini LED 和大屏化升级，消费者投票显示技术和品牌力更强的行业龙头，小米也改变了入局电视市场时的互联网思维；在海外，中国企业以 Mini LED 为产品抓手，突破北美中高端渠道和新兴国家的新市场、新渠道提升份额空间。

从定价体系上看，我们认为利润率和海外空间是彩电行业中长期定价的核心因子。面板的周期性减弱，预计面板中长期定价的逻辑在减弱。核心还是要看竞争格局的变化，竞争格局改善带来的利润率提升能够带来估值的提升。**面板仍然对黑电企业的短期利润有较大影响，但是面板价格的周期性在减弱**，预计面板供需缺口收窄到 10% 以下，未来面板价格波动预计缩小，黑电企业的毛利率可预测性会提升。

建议把握黑电产业国内竞争格局优化、Mini LED 产品结构提升、海外市场份额提升三大投资主线，期待黑电板块利润和估值共振。推荐**海信视像、TCL 电子**。

5 风险提示

原材料价格反弹风险：原材料成本占家电企业营业成本比重较大，若面板、芯片、金属原材料等价格大幅度回弹，将影响板块公司的盈利水平。

全球经济下行风险：家电属于可选消费，若宏观经济周期下行，全球居民消费水平下降，则导致家电行业整体的需求低迷。

地产周期下行风险：大家电属于地产后周期消费，地产周期下行或导致家电消费需求下行。

市场竞争加剧风险：部分家电产品同质化竞争严重，若消费需求不及预期或库存处于相对高位，或新进入者参与市场竞争，都会导致行业竞争格局恶化。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>